



CATÓLICA

FACULDADE DE DIREITO

ESCOLA DE LISBOA

Do conflito de interesses em sede de Oferta Pública de
Aquisição hostil

Dissertação de Mestrado em Direito Empresarial

Gonçalo Le Coroller Magro da Luz

Sob orientação do Professor Doutor André Figueiredo

Junho de 2020

Agradecimentos

Aos meus pais, por terem assegurado todo o meu percurso académico e pelo esforço que fizeram para me inculcir os valores necessários ao sucesso pessoal e profissional.

A toda a minha família e aos meus amigos, por me acompanharem diariamente e alegrarem todo o meu crescimento enquanto pessoa.

Ao Professor Doutor André Figueiredo, pelo acompanhamento crítico deste trabalho e por ter despertado o meu interesse nesta área do Direito, que pretendo continuar a seguir e desenvolver ao longo do meu percurso profissional.

Gonçalo Le Coroller Magro da Luz

Faculdade de Direito da Universidade Católica de Lisboa

Junho de 2020

Índice

Lista de abreviaturas.....	1
Introdução.....	2
A oferta pública de aquisição enquanto meio de atuação mobiliário.....	5
A hostilidade da OPA e os seus efeitos na gestão da sociedade.....	9
A experiência Portuguesa.....	14
O conflito de interesses	
O artigo 182º em sede de OPA hostil – uma análise crítica	22
Casos concretos e meios de resolução.....	26
Conclusões.....	40
Bibliografia.....	42
Sitiografia.....	45

Lista de abreviaturas

Al(s).	Alínea(s)
Art(s).	Artigo(s)
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DL	Decreto-Lei
EBITDA	<i>Earnings before interest, tax, depreciation and amortization</i>
nº.	Número
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
ob. cit.	Obra citada
OPA	Oferta Pública de Aquisição
pp(s).	Página(s)
PT	Portugal Telecom
SGPS	Sociedade Gestora de Participações Sociais
v.g.	Por exemplo

Introdução

A Oferta Pública de Aquisição representa uma das mais complexas operações a que uma sociedade se pode ver sujeita durante o seu período de existência.

Tratando-se de uma OPA hostil, estaremos sem dúvida perante uma situação de conflito entre dois entes jurídicos que irão, por sua vez, fazer tudo ao seu alcance de modo a atingir a tutela dos seus interesses. Deste modo, são inúmeras as possibilidades de atuação tanto por parte da sociedade-oferente como da sociedade-visada de maneira a atingir a sua finalidade de, respetivamente, adquirir ou manter o controlo da sociedade em disputa – assim sendo, deve ser feita uma cuidadosa análise relativamente aos trâmites jurídicos que envolvem esta questão de maneira a concluir pela validade das condutas adotadas por parte de qualquer ente jurídico relevante neste contexto.

Não obstante, não poderemos nunca descurar o facto de no centro deste conflito mobiliário se encontram sujeitos em diferentes posições jurídicas que, apesar de representarem diferentes peças neste *puzzle* atendendo aos seus respetivos direitos e deveres, têm interesses que devem ser tutelados durante todo o período de vigência desta operação. São desde logo inúmeros os interesses que se destacam desde o momento inicial desta oferta de aquisição: ao interesse do oferente na manutenção da situação patrimonial da sociedade-visada à data de lançamento da oferta contrapõe-se o interesse do órgão de gestão desta última na manutenção do seu controlo, aos destinatários da oferta interessará a eventual realização de uma considerável mais-valia enquanto que à administração da sociedade-visada interessará perpetuar o entendimento de que o verdadeiro valor para o acionista residirá na manutenção do órgão de gestão e das suas políticas a longo prazo, entre outros conflitos sobre os quais iremos incidir. Devemos ainda salientar a importância que nunca poderá deixar de ser atribuída a outros entes jurídicos além dos sócios e administradores, entre os quais realçamos a frágil posição dos sócios minoritários, os credores, os clientes e/ou consumidores e claro a estrutura laboral que jamais poderá ser deixada de parte.

Estando perante uma situação que mexe intrinsecamente no núcleo societário, serão chamadas à discussão inúmeras considerações relativas a mecanismos de

corporate governance e os eventuais impactos que estes possam vir a ter neste contexto de confronto societário. Este estudo visa assim a compreensão da OPA enquanto meio de atuação mobiliário englobando a densificação sobre a posição em que cada sujeito de interesse se vê colocado bem como as alternativas a nível de regime jurídico que terá ao seu dispor.

Deste modo, começamos por um primeiro capítulo onde será feito o enquadramento do regime das OPA no nosso ordenamento jurídico bem como todos os contornos relevantes que lhe são atinentes – nomeadamente, as disposições e efeitos legal chave bem como os meios de reação disponíveis, mais concretamente, através da breve referência e exemplificação de algumas medidas defensivas.

No segundo capítulo iremos desenvolver sobre a característica hostilidade que reveste o tipo de operação sobre a qual nos debruçamos e o efeito que daqui irá advir em todo o processo que se virá a desenrolar. Neste seguimento e face a esta hostilidade, iremos densificar sobre os contornos da posição em que a sociedade-visada se verá colocada em consequência desta operação, nomeadamente, sobre quais os caminhos que lhe estarão vedados, e, ao invés, como proceder naqueles que lhe estarão juridicamente protegidos. Ainda neste capítulo será introduzida uma questão crucial relativa à alteração que se irá verificar na balança de poderes intra-societária e que repercussões a mesma irá ter no resultado de todo este processo.

Já no terceiro capítulo passamos a um breve *case study* da OPA realizada pela Sonaecom à Portugal Telecom com o intuito de proceder à demonstração prática dos conceitos até aí apresentados. Neste capítulo iremos assim analisar os comportamentos objetivos de duas sociedades com enorme relevo no contexto histórico do ordenamento jurídico-societário onde nos inserimos, salientando ademais os conflitos que surgiram entre o órgão de gestão e os seus acionistas bem como o papel da CMVM enquanto entidade crucial entre todos estes interesses.

Passando ao quarto capítulo, pensamos estar a esse ponto numa posição privilegiada para analisar a importância do artigo 182º CVM na condução da atuação da sociedade-visada ao longo de todo este processo. Dada a sua importância (que, como iremos demonstrar, é totalmente basilar no âmbito desta discussão) iremos discorrer sobre a sua génese comunitária e o respetivo intuito enquanto modo de atuação, bem como os vários contornos que estão subjacentes ao regime que é aqui imposto.

Como tencionamos demonstrar, este dever de neutralidade resulta de um regime com inúmeros pormenores que são doutrinariamente discutidos e que nos irá conduzir ao surgimento de questões sobre se este último é suficientemente claro e, não o sendo, de que modo é que tal poderá ser solucionado.

No quinto capítulo iremos então passar ao tratamento de interesses concretos que irão entrar em conflito. Como iremos observar mais adiante, tais conflitos irão surgir a vários níveis e, deste modo, tencionamos abordar os mais diversos mecanismos que se apresentam para os solucionar bem como as suas inevitáveis debilidades. Para uma melhor compreensão de todos os conflitos que apresentem vamos ainda fazer uma breve, mas importante, referência à teoria de agência – nesta ótica, pensamos que proceder a um enquadramento da evolução histórica destas e outras figuras (como a dicotomia *ownership/control*) nos irá conferir uma perspetiva mais global de todos os contornos deste tema. Neste capítulo iremos também abordar importantes tópicos como a relevância das características de cada mercado na escolha dos mecanismos de resolução de conflitos a adotar, o papel da *soft law* no surgimento desses mesmos mecanismos e ainda o importante papel que os deveres fiduciários irão ter neste mesmo âmbito.

Finalmente, no sexto capítulo, vamos concluir com uma síntese dos mais diversos conflitos e com uma análise crítica relativa ao modo através do qual estes devem ser resolvidos (de modo mais eficiente) ou mesmo, se possível, evitados. Para encerrar, faremos algumas considerações relativas ao regime que se apresenta nos nossos dias e qual pode (ou deve) vir a ser o seu futuro.

1. A Oferta Pública de Aquisição enquanto meio de atuação mobiliário

De modo a conseguirmos compreender a problemática em causa, cabe começar por fazer uma breve caracterização da posição jurídica em que tanto a sociedade-oferente como a sociedade-alvo se irão ver colocadas em consequência deste mecanismo mobiliário – nomeadamente quanto aos princípios que vão balizar a atuação da oferente, bem como as legítimas possibilidades de defesa por parte da visada.

Normativamente, não temos à nossa disposição (em termos de lei nacional) qualquer definição expressa daquilo que é verdadeiramente uma OPA, limitando-se a lei a enumerar diversas condições cuja verificação irá conduzir à classificação de uma determinada operação enquanto OPA ou, ao invés, enquanto qualquer outro tipo legal¹. Assim, é a nível comunitário – através da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às ofertas públicas de aquisição (21 de Abril de 2004) – que nos está disposta a verdadeira definição legal desta operação: “ (...) *uma oferta pública (que não pela sociedade-visada) feita aos titulares de valores mobiliários de uma sociedade para adquirir a totalidade ou parte desses valores mobiliários, independentemente de essa oferta ser obrigatória ou voluntária, na condição de ser subsequente à aquisição de controlo da sociedade-visada ou ter como objetivo essa aquisição de controlo nos termos do direito nacional.*”

Não obstante de ser necessário recorrer a disposições comunitárias para atingirmos uma definição legal, é notório que a OPA é uma operação de enorme relevo na vida societária tendo por isso sido alvo de inúmeras e importantes considerações relativas às suas características e peculiaridades.

É exatamente neste sentido que devemos considerar os princípios basilares² que devem reger esta operação: a igualdade de tratamento e a estabilidade da oferta. Relativamente ao primeiro princípio mencionado e em linha com a exigibilidade de

¹ Refiram-se outros regimes legais próximos que não serão discutidos no âmbito deste trabalho, nomeadamente, as Ofertas particulares (110º CVM), as Ofertas públicas de distribuição (159º e ss. CVM), Oferta pública de subscrição (168º e 169º CVM) e ainda a Oferta pública de venda (170º e ss. CVM).

² PAULO CÂMARA, *Manual do Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2018, pp. 585, ressalve-se a importante distinção feita pelo autor entre igualdade e uniformidade de tratamento, a oferta de diferentes preços relativamente à titularidade de *warrants* ou a acionistas de diferentes categorias ter-se-á, logicamente, como perfeitamente legítima.

prospeto (art. 134º CVM) e obrigatoriedade de assegurar igualdade informativa entre os demais titulares de valores mobiliários, a igualdade de tratamento garante que todos os destinatários da oferta estão na mesma exata situação de modo a que possam tomar a decisão que vejam como acertada de acordo com cada uma das suas perspectivas de investimento.

Já o princípio de estabilidade da oferta apresentar-se-á em três vertentes distintas que terão necessariamente de ser tidas em consideração: estabilidade do conteúdo, do processo e irrevogabilidade da oferta.

Fazendo um ponto prévio neste âmbito, refira-se o alinhamento destas três vertentes com as exigências informativas referidas anteriormente. De facto, a imperativa estabilidade desta operação é facilmente perceptível se tivermos em conta a posição dos titulares dos valores mobiliários em causa – a oferta terá necessariamente de se manter una³ de modo a que todos os destinatários tomem a sua decisão numa posição verdadeiramente esclarecida. Assim, apesar de estarem normativamente expressos diversos desvios a estes princípios (refira-se a possibilidade de retirada ou suspensão da oferta, de acordo com os artigos 131º a 133º CVM), a verdade é que todos estes se tratam de situações *ultima ratio* em que a entidade reguladora se vê obrigada a intervir em consequência da verificação de quaisquer vícios que possam surgir (tratando-se de vícios sanáveis como a incorreta definição da contrapartida procede-se à suspensão, tratando-se vício mais gravoso – insanável – v.g. capacidade do oferente, proceder-se-á então à inevitável retirada da oferta).

Neste contexto aponta-se ainda a característica instrumentalidade⁴ desta operação em relação à alternativa aquisição total da empresa-alvo, explicitando-se que o

³ Está, contudo, salvaguardada a possibilidade de modificação como consequência de alteração de circunstâncias (art. 128º CVM) que terá necessariamente de se tratar de uma alteração substancial e imprevisível, estando a eventual modificação ou revogação da oferta sempre sujeita a aprovação por parte da CMVM. É ainda possível a revisão das condições da OPA sendo que apenas relativamente a um eventual aumento da contrapartida que deverá então verificar um acréscimo de, no mínimo, 2% - art. 184º/2 CVM.

⁴ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efetivação, Valoração e Técnicas de Defesa*, in Revista da Ordem dos Advogados, Volume 54, 1994, pp. 764. – onde o autor faz a distinção entre as possíveis finalidades de uma OPA, caracterizando-as como finalidades económicas caso se reportem à prossecução de um objetivo funcional (sinergias ou atuação concertada) ou finalidades financeiras caso se almeje um simples lucro a curto prazo, apontando-se nestas últimas a possibilidade de consequências “*destruidoras de riqueza*”, como por exemplo a eventual extinção de postos de trabalho.

procedimento de aquisição de uma maioria das participações sociais poderá ter como objetivos algo que vai além do estrito controlo da empresa e interferência nos seus moldes de funcionamento – ou seja, por via do pagamento de um preço que será inferior ao valor total da empresa-alvo, surge a possibilidade de criação de um enorme valor acrescentado através de sinergias com outras empresas (i.e. partilha de meios de produção, aproveitamento conjunto de *know-how*, utilização eficiente de uma maior quota de mercado) ou mesmo procedendo à venda de ativos ou desmantelamento da empresa caso o intuito seja única e exclusivamente a obtenção de lucro “fácil” e imediato.

Estando assim cientes da perspetiva da sociedade-oferente aquando da tomada de decisão de efetivamente proceder a este mecanismo de *takeover*, apresenta-se como relevante fazer uma breve menção à posição em que a sociedade-alvo se verá colocada, nomeadamente quanto aos caminhos que poderá seguir e que irão naturalmente variar consoante a vontade que venha a ser demonstrada tanto pela administração como pelos acionistas.

Aqui, o ponto de partida será inequivocamente o disposto no artigo 182º do CVM, segundo o qual: “*A partir do momento em que tome conhecimento da decisão de lançamento de oferta pública de aquisição que incida sobre mais de um terço dos valores mobiliários (...) o órgão de administração da sociedade-visada não pode praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade-visada que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente.*”

Trata-se, portanto, da chamada “regra da não frustração” (ou dever de neutralidade)⁵ que parece inibir a atuação do órgão de administração de quaisquer atos “defensivos” em relação a esta eminente tomada de controlo.

Contudo, não é legítimo afirmar que uma sociedade se encontra totalmente de “mãos atadas” relativamente ao surgimento de uma OPA hostil – existem, de facto, diversas medidas “anti-OPA” ou medidas defensivas cuja breve caracterização será de toda a relevância.

⁵ Nas suas denominações anglo-saxónicas traduza-se, respetivamente, por *non frustration/passivity rule* ou *board neutrality*.

Esta temática é, aliás, bastante desenvolvida na doutrina portuguesa⁶, existindo diversas categorizações relativamente a tais medidas, contudo, não se tratando do foco central deste estudo, a simples divisão entre medidas “preventivas” e “reativas” apresenta-se como aquela que melhor dará uma noção base sobre este tema. Deste modo, as medidas de defesa preventivas – como o próprio nome indica - serão aquelas cuja atuação se verifica já em momento anterior ao início da OPA, existindo *ab initio* como modo de precaver contra esta possibilidade. Neste contexto, salienta-se, por exemplo, a limitação dos direitos de voto⁷ – cuja previsão legal se encontra disposta no artigo 384º n.º 2 alínea b) CSC e que entra em cena como mecanismo derogador do princípio geral “uma acção, um voto”, disposto no n.º 1 deste mesmo preceito – e que, por sua vez, obriga a sociedade-oferente a adquirir uma percentagem muito mais elevada das acções com direito de voto de modo a obter, efetivamente, a necessária maioria.

Já as medidas de defesa tidas como “reativas” serão aquelas que, não estando previstas antes do início da OPA em causa, surgem – legitimamente – no decurso da mesma, sem que se enquadrem na proibição disposta no artigo 182º n.º 1 CVM. Ou seja, é de todo interesse compreender de que modo pode a administração da sociedade-alvo

⁶ ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Almedina, 2009, pp. 23-27 onde o autor categoriza os diversos tipos de medidas defensivas mediante a sua natureza, eficácia, objetivos (entre outros), ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *ob. cit.* pp. 772-776 onde o autor aponta então a tal distinção entre preventividade e reactividade e ainda, *A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis*, Revista da Ordem dos Advogados n.º 58, 1998, pp. 133-145. Refira-se ainda RAÚL VENTURA, *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, in Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 1992, pp. 306 ss. que, baseando-se em AGNELLET, procede à subdivisão em *defesas estatutárias*, *defesas financeiras* e *defesas de última hora* fazendo ainda uma curiosa comparação das medidas preventivas como “*medidas a frio*” e finalmente LUÍS MENEZES LEITÃO, *As Medidas Defensivas Contra Uma Oferta Pública de Aquisição Hostil*, in Direitos dos Valores Mobiliários, Volume VII, Coimbra Editora, 2007, pp. 57-76.

⁷ Sobre este tema atente-se às recomendações publicadas por parte da CMVM, disponíveis em <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/Recomendacoes.pdf>, nomeadamente no ponto atinente às Medidas Relativas ao Controlo das Sociedades, segundo as quais: “*Os estatutos das sociedades que, respeitando esse princípio, prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único acionista, de forma individual ou em concertação com outros acionistas, devem prever igualmente que seja consignado que, pelo menos de cinco em cinco anos, será sujeita a deliberação pela assembleia geral a manutenção ou não dessa disposição estatutária (...)*” e ainda que “*Não devem ser adotadas medidas defensivas que tenham por efeito 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 acionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração*”. A CMVM demonstra assim alguma preocupação relativamente a uma permanente “blindagem” contra qualquer tentativa de alteração no controlo societário e vai ainda, nesta segunda disposição, de encontro ao princípio geral de “não frustração” já por nós referido anteriormente.

reagir contra uma OPA que lhe é hostil sabendo que toda a sua atuação se vê desde logo limitada à prática de atos que se reconduzam à gestão normal da sociedade.

Assim, as possíveis medidas de defesa reativas irão variar consoante os interesses e a disponibilidade financeira da sociedade-alvo: caso esta disponibilidade seja elevada, a sociedade alvo tem à sua disposição a possibilidade de lançar uma contra-OPA exatamente à sociedade-oferente (caso seja sociedade cotada) que passará então a estar sujeita à limitação do artigo 182º e que, caso receie o sucesso da mesma, terá de concertar esforços para a combater, levando assim a uma possível deterioração da sua intenção inicial. Outra medida mais simples - e menos dispendiosa - ao alcance da sociedade-visada, será ainda a procura de uma oferta concorrente à OPA lançada, desta feita por uma sociedade que seja do seu interesse e que esteja em condições de, no mínimo, igualar a oferta que visa combater – caso contrário, estará, muito provavelmente, destinada ao fracasso. Finalmente, descurando agora a variável disponibilidade financeira da sociedade-alvo, salvaguarda-se sempre a possibilidade de esta proceder à venda dos seus ativos mais importantes (*sale of crown jewels* ou *crown jewel defense*) de modo a enfraquecer o interesse da sociedade-oferente.

Com tudo isto em consideração, pensamos agora estar numa posição esclarecida relativamente à posição em que ambas as sociedades intervenientes se veem colocadas em consequência do início deste mecanismo mobiliário, não obstante, existem ainda diversos efeitos jurídicos que devem ser tidos em conta – nomeadamente dada a existência e importância de uma massa acionista (frequentemente dispersa) – e que passaremos agora a enunciar.

2. A hostilidade da OPA e os seus efeitos na gestão da sociedade

Tendo agora presente os traços gerais relativos ao regime jurídico das OPA's no nosso ordenamento, cabe, pois, incidir agora mais detalhadamente sobre aquelas que irão ser retratadas na análise que se segue.

Introdutoriamente importa esclarecer que uma OPA será considerada hostil dada a circunstância de a mesma se apresentar sem que haja um acordo com a administração da sociedade-visada – deste modo, havendo assim uma distinção para com aquelas que se irão enquadrar na modalidade de OPA’s “amigáveis”, as OPA’s hostis não se apresentam como uma modalidade *per si* que a conduza automaticamente a qualquer desvio do regime legal que se apresenta e que foi por nós desenvolvido no anterior capítulo. Ainda neste âmbito (e apesar de se tratar de um simples preciosismo), a caracterização destas operações como revestidas de “hostilidade” pode levar a uma compreensão enganadora do que irá efetivamente suceder, ou seja, apesar da forte conotação que esta palavra tem na caracterização deste mecanismo, uma OPA hostil não será necessariamente prejudicial, destruidora ou agressiva – tal como já vimos anteriormente, o resultado final pode mesmo vir a ser a criação de riqueza.

Assim, tendo de definir este tipo de operações, a discordância (do órgão de administração) acaba por adjectivar melhor que a hostilidade.

Ora, tendo já tido como ponto de partida a regra de “não frustração” disposta no nº 1 do artigo 182º CVM para a análise da posição jurídica de cada uma das sociedades envolvidas, existem ainda diversas disposições legais que devem ser tidas em consideração para que possamos entender a verdadeira génese dos conflitos de interesse que podem vir a surgir.

Concretizando esta ideia, atente-se então às exceções que o legislador decidiu consagrar relativamente à referida disposição⁸ – assim, dispõe então o nº 3 do artigo 182º que não ficam abrangidos pela inibição disposta no nº 1: “*a) os atos que resultem do cumprimento de obrigações assumidas antes do conhecimento do lançamento da oferta, b) os atos autorizados por força de assembleia geral convocada exclusivamente para o efeito durante o período mencionado no n.º 1 e c) os atos destinados à procura de oferentes concorrentes*” (atente-se neste último preceito à expressa legitimação de uma das medidas de defesa reativas desenvolvida anteriormente).

⁸ Nesta sede aponta Paulo Câmara à “erosão por via comunitária” desta norma proibitiva nomeadamente através da permissão disposta na alínea c) nº 3 deste mesmo artigo relativamente à busca por ofertas concorrentes, estipulação de reciprocidade (182º nº6 e 182º-A) bem como a possível autorização deliberativa – circunstâncias estas que acabaram por “reduzir o pendor proibitivo desta regra”. PAULO CÂMARA, *Conflito de Interesses no Direito Financeiro e Societário – Um Retrato Anatômico*, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Almedina, 2010, pp. 64.

O segundo ponto então enunciado por parte do legislador demonstra um fator fulcral para a compreensão da realidade sobre a qual versamos: independentemente da posição em que a sociedade se vê colocada e conseqüente rumo que a administração da mesma pretenda seguir, tal decisão será da competência da assembleia geral que terá de ser convocada exclusivamente⁹ para esse efeito – algo que João Cunha Vaz apresenta como uma clara manifestação do “primado acionista”.

Relativamente à temporalidade desta tomada de decisão por parte dos acionistas, tal prazo ir-se-á iniciar a partir do momento em que tome conhecimento da decisão de lançamento de oferta pública de aquisição, momento este que irá ser tido como o correspondente à receção pela sociedade-visada do anúncio preliminar – sendo então crucial que a mesma aconteça num momento em que os acionistas estejam plenamente esclarecidos relativamente a todos os contornos relevantes, de modo a que possam decidir sobre a adoção, ou não, de medidas defensivas, de acordo com as suas perspetivas de investimento.

Como podemos então aferir, na pendência de uma OPA há uma enorme transformação naquela que é a balança de poderes e competências atinentes à *corporate governance* – relembrando as normas basilares, dispõe o artigo 405º CSC que compete ao conselho de administração gerir as atividades da vida corrente da sociedade surgindo então o órgão deliberativo apenas nos casos em que a lei ou o contrato de sociedade o exijam, ou ainda, em seguimento de pedido expresso por parte do órgão de administração (é esse o entendimento a retirar da junção com disposto no artigo 373º nº 3 CSC). Estando assim disposta uma certa subsidiariedade da atuação da assembleia geral na gestão da sociedade, percebemos de que modo a sua importância irá crescer na pendência de uma OPA – neste contexto, a sua aprovação irá representar condição

⁹ JOÃO CUNHA VAZ, *A Regra da Não Frustração da OPA e a Aquisição do Controlo*, Coimbra, 2011, pp. 276, salienta a histórica importância dada pelo CVM ao facto de esta convocatória ter de ser realizada única e exclusivamente para o efeito de tomada de medidas defensivas, numa lógica de “(...) maior consciencialização quanto à importância da sua intervenção nesta matéria (...)” ressaltando contudo a opinião contrária de GUINÉ, ob. cit., que por sua vez chama à questão o princípio de economia de meios para defender a possibilidade de discussão de outras questões nessa mesma assembleia. Tendo em consideração as possíveis conseqüências que o sucesso da OPA em discussão pode vir a ter no seio da sociedade (algo que, como já vimos, pode significar o desaparecimento da mesma) bem como a possível existência de um clima de discussão intensa caso não exista qualquer aparência de consenso (que, diga-se, terá de ser reforçado, dadas as exigências dispostas no artigo 186º nº4 CVM em conjugação com o disposto no artigo 386º nº 3 CSC), tendemos a concordar com a necessidade de que a discussão se cinja única e exclusivamente à adoção de medidas defensivas, sendo perfeitamente legítimo o afastamento do princípio da economia de meios para segundo plano.

necessária à validação de qualquer ato que não se reporte à vida corrente e que possa alterar significativamente a situação societária existente que estará agora a ser visada pelo oferente, atos estes que são, apesar de tudo, bastante frequentes e que podem incluir (atentando agora ao elenco de poderes de gestão elencados não taxativamente no artigo 406º CSC): a aquisição ou alienação de bens imóveis, a prestação de cauções e garantias pessoais ou reais por parte da sociedade, ou ainda qualquer modificação importante na organização da empresa.

De igual modo deve aqui ainda salientar-se as mais importantes considerações feitas na Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativamente às ofertas públicas de aquisição, mais concretamente sobre aquela que deverá ser a atuação da administração da sociedade-visada.

Assim, atentando ao disposto no nº 5 do seu artigo 9º - que por sua vez vem determinar o dever que recai sobre o órgão de gestão correspondente à criação e publicação de um parecer fundamentado sobre a oferta, nomeadamente todas as alterações em perspetiva da alteração de controlo (eventuais mudanças de rumo empresarial, efeitos a nível laboral) – começa a ser notória a intensificação dos deveres de coordenação da sociedade-visada para com demais entidades.

Assim, com uma OPA no horizonte, a sociedade sobre a qual esta recai terá necessariamente de: coordenar com a sociedade-oferente o detalhado esclarecimento sobre as suas intenções em caso de eventual sucesso da OPA (mesmo que, simultaneamente, tudo queira fazer com o combater), coordenar não só com os seus trabalhadores e/ou representantes dos mesmos para que estes estejam permanentemente a par de todas as eventuais implicações (sendo este dever de extrema importância uma vez que envolve diretamente o “fator humano”, implicando possíveis despedimentos ou alterações no local de trabalho de centenas ou milhares de trabalhadores), e ainda coordenar com a entidade reguladora e de supervisão acerca das transações realizadas pelos seus titulares sobre valores mobiliários emitidos pela sociedade-visada devendo ainda responder a quaisquer esclarecimentos adicionais que sejam exigidos – tal é o disposto no artigo 181º nº 5 alíneas a), b) e c), como concretizações no nosso ordenamento jurídico do então estipulado pela Diretiva.

Finalmente e concluindo esta secção relativa aos efeitos da pendência de OPA sobre uma sociedade, parece de relevo fazer menção ao entendimento da CMVM relativamente aos comportamentos que devem ser adotados. Nesta sede, tal entendimento encontra-se expresso no “parecer genérico da CMVM sobre os deveres de comportamento na pendência de oferta pública de aquisição¹⁰”, redigido a 21 de Março de 2006 em consequência da OPA levada a cabo por parte da Sonae SGPS sobre a Portugal Telecom¹¹. Sendo certo que de tal parecer nunca se poderá retirar qualquer norma vinculativa, é de manifesto interesse prático compreender as principais preocupações demonstradas pela CMVM no decorrer deste tipo de atuação mobiliária – assim, é salientado: a) a importância do dever de segredo¹² que irá abranger não só o oferente mas também todas as pessoas e entidades que com ele colaborem em qualquer fase do processo (174º CVM), b) a proibição de intromissão da sociedade-visada na formação de ofertas concorrentes¹³, seja através de financiamento das mesmas ou partilha de informação privilegiada, c) a manutenção do dever de igual tratamento de acionistas, nomeadamente nos trâmites relativos à correta comunicação de informação relevante, de acordo com o regime estipulado no artigo 7º CVM e d) o acompanhamento permanente através do esclarecimento célere de quaisquer questões que possam surgir por parte da CMVM.

¹⁰ Disponível em:

[https://www.cmvm.pt/pt/legislacao/legislacaonacional/pareceres/pages/parecer-gen%C3%A9rico-da-cmvm-sobre-os-deveres-de-comportamento-na-pend%C3%Aancia-de-oferta-p%C3%BAblica-de-aquisi%C3%A7%C3%A3o-\(opa\).aspx](https://www.cmvm.pt/pt/legislacao/legislacaonacional/pareceres/pages/parecer-gen%C3%A9rico-da-cmvm-sobre-os-deveres-de-comportamento-na-pend%C3%Aancia-de-oferta-p%C3%BAblica-de-aquisi%C3%A7%C3%A3o-(opa).aspx)

¹¹ Operação esta que será mais à frente analisada e cuja documentação relevante se encontra ainda no arquivo da CMVM disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPASonaePTPTM/Pages/default.aspx#2>

¹² É neste contexto feita uma importante referência ao facto de quanto maior for a dimensão da operação em causa, mais longa ela será e, conseqüentemente, mais difícil será a manutenção do segredo relativo aos detalhes da mesma.

¹³ Esta proibição terá por base a disposto societário relativo ao dever de lealdade (64º nº 1 alínea b) CSC) que, logicamente, se irá manter na pendência de OPA (ou, diga-se mesmo, reforçar) bem como a proibição expressa do artigo 322º nº 1 CSC.

3. A experiência Portuguesa – OPA hostil da Sonaecom sobre a Portugal Telecom

Aqui chegados, cabe agora fazer uma breve descrição de uma destas operações para que possamos realmente compreender a realidade sobre a qual nos debruçamos. Como ponto prévio, devemos contudo ter em consideração o facto de nos encontrar-mos num contexto societário de dimensão relativamente reduzida, de onde resulta naturalmente o facto de não existir uma enorme panóplia de OPA's hostis ao contrário do que sucederá em outros ordenamentos jurídicos que serão mais adiante mencionados – contudo, de entre as poucas operações de relevo à nossa disposição, a OPA lançada pela Sonaecom S.G.P.S sobre a então Portugal Telecom S.G.P.S à data de 6 de Fevereiro de 2006, surge como um interessante caso de estudo.

Começemos por relembrar que esta operação teve enorme relevo no contexto empresarial português à época o que levou a que a mesma fosse, inevitavelmente, coberta de discussão e mediatismo.

Assim, à data já referida, tal operação inicia-se com o anúncio preliminar de lançamento de oferta pública de aquisição de acordo com o disposto nos artigos 175º e 176º CVM à qual se juntaria a OPA obrigatória a realizar sobre a PT-Multimédia, cujo anúncio preliminar foi publicado no dia seguinte.

Esta operação teria como alvo a aquisição de ações que viessem a representar, no mínimo, 50,01% do capital social da sociedade-visada, sendo de salientar a expressa salvaguarda feita por parte da Sonaecom relativamente a medidas defensivas por nós já descritas – assim: *“a decisão de lançamento da Oferta (fundou-se) na pressuposição de que (...) não ocorrerá qualquer das seguintes circunstâncias (...) alienar ou onerar ativos de valor superior a 100 milhões de Euros da Sociedade-visada (Sale of Crown Jewels), alteração dos estatutos da PT de modo a que não subsista qualquer limite à contagem de votos”* (condição de alteração dos estatutos de modo a eliminar a existente limitação de direitos de voto) ou ainda *“tornarem-se conhecidos factos suscetíveis de influenciar de modo significativo a avaliação das ações (...)”* referindo-se aqui à imperativa manutenção do dever de segredo.

Relativamente aos detalhes financeiros desta operação, a dimensão da mesma estaria à volta dos 11 mil milhões de euros, resultantes de uma contrapartida definida

nos 9,50€ por ação – valor este que, representando um acréscimo de cerca de 16% face à cotação da PT no fecho do mercado imediatamente anterior, estaria em linha com as exigências legais dispostas no artigo 188º nº 1 alíneas a) e b).

Evolução da cotação das ações da Portugal Telecom na Euronext Lisboa (nos 6 meses anteriores a 6 de Fevereiro de 2006)



Fonte: Bloomberg

Passando aos objetivos estratégicos definidos pela oferente no âmbito do lançamento desta operação, salienta-se em primeiro lugar a expressa e inequívoca intenção de: “(...) *promover a remodelação do Conselho de Administração da PT, de modo a que pelo menos a maioria dos seus membros seja constituída por pessoas designadas pela Sonaecom (...)*” – algo que acaba por ser a gênese da hostilidade desta operação. Seguidamente são apresentados diversos planos de desenvolvimento atinentes ao rumo a seguir por parte da PT em caso de sucesso desta operação, entre os quais são de salientar: (i) o reforço da capacidade de competição no mercado português enquanto Sonaecom/PT (estabelecendo-se então a premissa de junção de esforços na ótica de criação de valor) (ii) reforço da capacidade de competição a nível internacional dada a perspectiva de globalização na área das telecomunicações (representando esta operação um meio de obtenção de vantagens competitivas nesse aspeto) e (iii) obtenção de parcerias internacionais a nível comercial e tecnológico.

De enorme relevância é ainda o esclarecimento feito relativamente às perspetivas de governo societário em caso de sucesso da operação – aqui, a oferente compromete-se a que “(...) *exista em cada momento um número apropriado de administradores*

independentes (...)” e ainda que “(...) *garantirá igualmente a igualdade de tratamento de todos os acionistas, disponibilizando a todos informação financeira rigorosa e transparente*”.

Deste modo, a Sonaecom¹⁴ coloca a administração da sociedade-visada numa posição complicada relativamente à sua estrutura acionista, ou seja, a estes titulares de participações sociais fica-lhes agora disposta uma contrapartida extremamente vantajosa a nível económico – que foi ainda, em última análise, aumentada para 10,50€ - bem como uma perspectiva melhoria dos moldes de *corporate governance*. Assim e neste seguimento, estamos em condições de perceber o enorme peso que pendia na esfera acionista para que votasse favoravelmente a “desblindagem” dos estatutos que figurava como condição necessária ao sucesso da OPA.

Tendo em conta todo este contexto, cabe aferir de que modo irá a sociedade-visada reagir face a esta difícil posição em que se vê colocada.

A reação da Portugal Telecom surge imediatamente a 7 de Fevereiro de 2006, através de comunicação feita publicamente que reveste a forma de atuação jurídica à qual a doutrina se refere como defesa *winning the argument*¹⁵. Caracterizando sucintamente, esta medida de defesa reativa começa com a rejeição da oferta por parte do órgão de administração que seguidamente vem elencar os mais diversos motivos de modo a demonstrar aos acionistas que a oferta em causa não valoriza devidamente a sociedade. Perante esta defesa, como aponta João Cunha Vaz, “(...) *a oferta só sairá derrotada se os acionistas, destinatários da mesma, se convencerem que o preço oferecido é insuficiente face aos possíveis ganhos decorrentes da atual gestão e da manutenção da sua qualidade de acionistas*” – algo que, dado o substancial prémio oferecido, se iria demonstrar como uma tarefa extremamente complicada.

¹⁴ Neste contexto é ainda de salientar o detalhado esclarecimento feito por parte da sociedade-oferente relativamente aos seus planos para os trabalhadores em caso de sucesso desta operação. Tal como já referimos anteriormente, o “fator humano” não pode nunca ser esquecido em detrimento de condicionantes económicas no desenrolar de uma operação desta magnitude e, assim sendo, é de atentar à expressão atenção que é dada à política de recursos humanos na comunicação feita em seguimento ao anúncio preliminar. Assim, encontrava-se delineado um plano que incluía políticas de desenvolvimento profissional (aposta na formação dos trabalhadores para uma adaptação eficaz à nova estrutura empresarial), avaliação de desempenho e ainda garantia de cumprimento de responsabilidades assumidas para com o Fundo de Pensões. Para uma análise mais detalhada destes planos: <https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPASonaPTPTM/documentos/b5657454c62a4989accebc9ae03b6561fr8388.pdf>

¹⁵ JOÃO CUNHA VAZ, ob. cit., pp. 168

Relativamente aos motivos apresentados pelo órgão de gestão da PT para justificar o seu entendimento de estarmos perante uma avaliação errónea do valor da empresa, os mesmos são apresentados da seguinte forma: a) não estabelece uma estratégia ou visão a longo prazo para o Grupo PT b) contém um elevado grau de incerteza relativo às restrições regulatórias e concorrenciais c) não disponibiliza informações relativas ao financiamento da oferta d) limita a atuação da PT e, finalmente e) resulta numa profunda convicção de que o valor atual e futuro da PT é muito superior ao preço por acção avançado.

Decorre ainda que a defesa da administração da PT, logicamente, não se ficaria por uma simples enunciação de pontos feita em breve comunicação aos seus acionistas. Em seguimento, a 6 de Março de 2006, o órgão de gestão da sociedade-visada envia uma carta destinada a todos os seus acionistas¹⁶ na qual desenvolve os pontos anteriormente elencados e de onde se retira informação bastante útil na análise deste combate de posições. Começando pela contrapartida económica, é então referido que sendo certo que o prémio de 16% respeita as exigências legais dispostas no artigo 188º CVM, este representa um valor significativamente inferior àquele que seria usualmente praticado em transações similares no mesmo setor e que se encontraria por volta dos 40%. Já em âmbito regulatório, a sociedade-visada descreve que muito dificilmente esta operação conseguiria obter aprovação da autoridade reguladora uma vez que o sucesso da mesma resultaria num nível de concentração de mercado que até à data não se teria verificado¹⁷, algo representava “(...) *riscos significativos para a credibilidade da Oferta*”.

Indo mais longe, o órgão de gestão da PT – através desta comunicação – relembra a massa acionista dos bons resultados obtidos nos anos anteriores ao lançamento desta OPA, tanto a nível de EBITDA (+17% entre 2001 e 2005) como de *cash flow* operacional (registando um aumento de 92% nesse mesmo período temporal). Numa perspetiva, digamos, mais “direta” ao interesse acionista, a administração relembra o

¹⁶ Carta esta ainda disponível no arquivo da CMVM que pode ser acedido em: <https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPASonaePTPTM/documents/da3935e3812040c08edc96a106418d72fr8458.pdf>

¹⁷ Apesar dos pareceres apresentados pela PT, o facto é que a Autoridade da Concorrência acabou mesmo por decidir pela não oposição à operação, tal como disposto na comunicação feita a 22 de Dezembro de 2006, igualmente disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPASonaePTPTM/documents/4c6b645d7a5744b1bf4c82f7b242ed9afr11566.pdf>

aumento de 25% no preço da ação (nos 3 anos anteriores), ao qual deverá acrescer a adicional distribuição de riqueza realizada através de dividendos e *share buybacks* – algo que, adotando uma perspetiva temporal relativa aos tais 3 anos, resultaria num retorno total de investimento na ordem dos 36% e que deveria então ser utilizado como métrica comparativa em detrimento do prémio de controlo oferecido.

Fazendo uma pequena ressalva, parece de salientar que esta operação figura como um perfeito exemplo da característica instrumentalidade deste tipo de atuação mobiliária à qual foi feita referência no primeiro capítulo deste estudo – através da possibilidade de pagamento de um montante significativamente inferior ao valor real e total da empresa visada, é disponibilizada a uma sociedade a possibilidade de criação de um enorme valor acrescentado. Deste modo, a Sonaecom cuja capitalização bolsista à data desta operação se encontrava nos 1,2 mil milhões de euros, encontra um mecanismo legítimo para lançar mão a uma entidade cuja capitalização (de acordo com a contrapartida oferecida de 9,50€) estaria avaliada em 10,7 mil milhões de euros (objetivo este que, por outras vias, muito dificilmente seria alcançado).

Outra característica desta operação que se mostra especialmente relevante em sede do presente estudo é a patente hostilidade que foi sendo demonstrada no jogo de estratégias que se foi desenrolando. Atentando à “*Comunicação do Conselho de Administração*”¹⁸ da Sonaecom, realizada a 22 de Fevereiro de 2007, conseguimos observar comportamentos extremamente interessantes por parte de ambas as entidades envolvidas e que se mostram extrínsecos aos meios de ataque/defesa até aqui tipificados. Neste seguimento, a comunicação referida surge como consequência de eventuais rumores que estariam a ser (alegadamente) propagados por parte da PT sobre uma possível revisão da contrapartida oferecida no contexto da OPA (que, como já vimos, se iria encontrar num valor revisto de 10,50€). O intuito seria claro – na expectativa de uma contrapartida superior, o acionista poderia facilmente fazer depender a sua decisão de venda das ações de uma efetivação dessa revisão da contrapartida (surgindo também uma ótica de que se a contrapartida continua a aumentar é provável que o valor deste ativo seja de facto superior à sua avaliação atual).

¹⁸ Comunicação ainda disponível em:
<https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPASonaePTPTM/documents/7cb71bb6210646b788fc26fbed6512adfr12128.pdf>

Como resposta, a Sonaecom pede para que esta tentativa de “*distrair a atenção dos accionistas*” seja ignorada e que se respeite a “*democracia acionista*”.

Passando agora à atuação da CMVM no âmbito desta operação, esta iniciou-se com o já referido (e extremamente relevante) “parecer genérico sobre os deveres de comportamento na pendência de oferta pública de aquisição” (além da comunicação pública referente ao recebimento de anúncio preliminar da oferta, no âmbito das suas competências) mas não se ficou por aí, sendo de fazer referência a alguns momentos-chave para melhor compreender o papel desta entidade no contexto de operações deste tipo. Neste contexto refira-se então a autorização¹⁹ concedida à sociedade-oferente para que esta procedesse à aquisição, fora de bolsa, ações da PT até ao limite de 10% do capital social, desde que: i) o preço de aquisição será de € 9,5 por ação, acrescido do montante do dividendo a distribuir pela PT, ii) as transações sejam realizadas até à data em que a negociação das ações da PT passe a ser efetuada ex-dividendo²⁰, iii) as aquisições fora de mercado realizadas ao abrigo da presente autorização sejam comunicadas diariamente à CMVM e ao mercado e iv) o acréscimo do dividendo que o requerente pretende pagar como complemento do preço seja pago 30 dias após a deliberação da assembleia geral da PT de distribuição dos dividendos, em simetria com o n.º 2 do artigo 294.º Código das Sociedades Comerciais, para assegurar a igualdade de tratamento com os demais acionistas.

Igualmente relevante é ainda a atuação da CMVM face à eventualidade de surgimento de uma OPA concorrente – eventualidade esta que terá sido encarada como uma verdadeira possibilidade e que chegou mesmo a obter algum mediatismo²¹. Neste contexto, a CMVM emite um esclarecimento a 17 de Julho de 2006 no qual são dispostos os principais traços a ter em conta no caso de surgimento de uma OPA concorrente, dos quais se destacam: i) a temporalidade da oferta (era então disposto que a oferta concorrente deveria ser lançada até ao dia anterior àquele em que termine o

¹⁹ Autorização disposta no arquivo da CMVM ainda disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPASonaPTPTM/pages/20060510.aspx>

²⁰ Ex-dividendo ou *ex-dividend date* representa o dia em que a ação começa a ser transacionada em bolsa sem o valor respeitante ao próximo pagamento de dividendo, ou seja, o direito ao dividendo encontra-se na esfera jurídica daquele que for titular da ação até ao momento imediatamente anterior a esta data.

²¹ Para mais informações sobre esta possibilidade, resultante de declarações proferidas por parte de Ricardo Salgado em sede de apresentação de resultados semestrais do Banco Espírito Santo: https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/detalhe/bes_mantem_em_aberto_apoio_a_opa_concorrente_sobre_a_pt

prazo da oferta inicial, segundo o artigo 45º do Regulamento nº 10/2000, tal disposição encontra-se neste momento revogada em detrimento do disposto no artigo 185º-A nº1 CVM, segundo o qual a oferta concorrente deve ser lançada até ao 5.º dia anterior àquele em que termine o prazo da oferta inicial), ii) a imperatividade de apresentação de todos os documentos e autorizações legalmente exigidas (onde se inclui a autorização da Autoridade da Concorrência) e finalmente, com enorme relevo²², iii) a importância de manutenção do dever de segredo tal como disposto no artigo 174º.

Todos estes traços salientados no esclarecimento em causa têm por base normas legais claras e de notório conhecimento por parte das entidades envolvidas, não obstante, cabe sempre lembrar que estas comunicações feitas por parte da CMVM não se cingem apenas a estas últimas, ou seja, estando em causa duas entidades sujeitas à negociação em bolsa e com enorme peso na economia nacional, todos os contornos da operação terão fortes repercussões na economia e no mercado bolsista sendo assim de enorme importância o “acalmar” dos mercados de modo a evitar oscilações especulativas e eventuais manipulações de preço.

Ainda neste contexto é de salientar a intervenção da CMVM no estabelecimento de prazo para o processo de registo da OPA, cujo regime legal se encontra disposto nos artigos 115º e 179º CVM, contudo, tal como indicado: “*O Código dos Valores Mobiliários não estabelece qualquer prazo para a conclusão da instrução de um pedido de registo de OPA na eventualidade de vir a ser necessária a atualização dos documentos da oferta como consequência de decisões tomadas por autoridades administrativas de que dependa o lançamento da mesma, como é o caso da Autoridade da Concorrência na oferta em apreço*”. Deste modo, a CMVM dá a conhecer ao mercado os prazos relevantes que terão de ser respeitados para que a operação em causa se mantenha em curso, tutelando assim os interesses das sociedades envolvidas bem como as expectativas dos mercados financeiros.

²² Este último ponto demonstra o efetivo papel da CMVM na monitorização de todo este processo e que, como podemos ver, se estende além daquelas que são as comunicações feitas e legalmente exigidas por parte das sociedades intervenientes: “*A CMVM continuará a seguir com especial rigor a divulgação de notícias relativas a potenciais ofertas concorrentes, alertando uma vez mais para a necessidade de cumprimento escrupuloso do artigo 174º do Código dos Valores Mobiliários e não deixando de retirar todas as consequências de eventuais atuações que possam configurar os crimes de manipulação de mercado ou de abuso de informação privilegiada.*” Retirado do esclarecimento ainda disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/comunicados/comunicados/pages/20060717a.aspx>

Finalmente cabe salientar o importantíssimo papel que a CMVM terá no esclarecimento de dúvidas a nível jurídico que possam ser suscitadas por qualquer uma das partes interessadas.

No caso em análise, verifica-se que a sociedade-oferente, à data da revisão da contrapartida, procedeu à renúncia unilateral do direito a uma nova revisão - direito este que está previsto no nº 1 do artigo 184º e que segundo qual a mesma pode ser realizada até 5 dias antes do fim do prazo da oferta, não existindo um número limite de vezes que tal revisão possa ser feita²³.

Chamada a esclarecer, a CMVM começa por referir que a renúncia é, de facto, uma das causas de extinção dos direitos privados e que a cláusula imposta figura então como legítima e extintiva, além do mais, esta renúncia é do interesse da sociedade-oferente uma vez que restringe significativamente a incerteza do mercado relativamente a atuações futuras e relevantes em sede de definição de preço, diminuindo assim a incerteza e quaisquer perspetivas especulativas do mercado. Dito isto, é chamado à questão o dever disposto no artigo 7º CVM relativamente à qualidade da informação comunicada publicamente, figurando qualquer comportamento violador desta renúncia como um ato contrário à boa-fé e mesmo como eventual abuso de direito – salvaguardando uma atuação em consequência do surgimento de uma oferta concorrente.

Através de todas estas atuações, conseguimos assim compreender o fulcral papel da CMVM não só na imposição das regras de mercado, como no controlo do correto funcionamento do mesmo, limitando a sua permeabilidade às mais diversas questões originadoras de incerteza, especulação e manipulação de preços.

No final de contas, toda esta operação acabaria por fracassar em consequência do chumbo da assembleia geral de acionistas da PT à desblindagem dos estatutos – condição necessária ao sucesso desta OPA.

²³ Ao contrário do que acontecia no Código de Mercado de Valores Mobiliários, vigente até 200, segundo o qual: “Depois da publicação do anúncio de lançamento da oferta, e desde que não seja lançada qualquer oferta concorrente, o oferente só pode alterar a sua proposta uma vez, quanto à natureza ou montante da contrapartida e respetivas cláusulas acessórias, e apenas se não houverem decorrido ainda dois terços do prazo da oferta” – artigo 558º nº 1 do DL nº 42º-A/91 de 10 de Abril.

4. O artigo 182º em sede de OPA hostil – uma análise crítica

Aqui chegados, pensamos estar já em melhor posição para compreender todos os interesses em causa e de que modo estes se podem mostrar como incompatíveis.

Como já vimos anteriormente, é neste contexto que a regra de “não-frustração” disposta no artigo 182º irá atuar, funcionando como princípio orientador para a resolução de eventuais conflitos que possam surgir.

Tendo tal em consideração, cabe então começar por descortinar algumas das questões que surgem relativamente aos moldes de aplicação deste regime.

Assim, a primeira questão relevante prende-se com o âmbito de aplicação temporal desta regra, ou seja, a partir de quando é que a administração da sociedade-visada vê o seu raio de atuação limitado em detrimento de uma OPA, uma vez que é este o fator chave na génese do desalinhamento entre os interesses da administração e da sua estrutura acionista.

Partindo do entendimento comunitário disposto pela Diretiva 2004/25/CE (Diretiva das OPA's), dispõe o artigo 9º, segundo parágrafo, que tal momento temporal pode ser estipulado em um de dois momentos: ou quando a oferta em causa é tornada pública, ou, num momento ainda anterior, quando o órgão de administração da sociedade-visada tomar conhecimento da iminência da oferta – atribuindo assim aos Estados-Membros alguma discricionariedade na definição do exato momento temporal (algo que pode, e deve, ser criticado com veremos mais adiante).

Sendo patente a escolha por parte do legislador português pela primeira de duas opções permitidas em contexto comunitário, é igualmente notória a falta de concretização exata do momento em que se irá iniciar a limitação em análise. Ou seja, apesar do momento de receção do anúncio preliminar como concreto acontecimento para o início da limitação de poderes, o artigo 182º nº 1 faz ainda referência à possibilidade desta mesma se verificar assim que a administração tome conhecimento da decisão de lançamento da OPA – algo que se pode verificar em momento anterior ao recebimento do anúncio preliminar. Assim, para que estejamos perante uma verdadeira

“tomada de conhecimento” salienta António Pereira de Almeida²⁴ que não se poderá tratar de “(...) *meras consultas ou vagas intenções ou ameaças nem rumores*” devendo sim tratar-se de uma informação certa e segura relativamente à decisão de lançamento de uma OPA.

Compreende-se a intenção do legislador em garantir que o órgão de gestão da administração visada não toma medidas de tal modo relevantes e modificadoras da situação patrimonial da sociedade como consequência do conhecimento da iminência de uma OPA em momento anterior à receção do seu anúncio preliminar (seja por que meio for) contudo, a previsão legal parece carecer de alguma concretização relativamente aos moldes daquilo que será, ou não, considerado como “tomada de conhecimento” e que pode acabar por ter sérias consequências na situação da sociedade. E é nesse exato sentido que aponta Jorge Brito Pereira²⁵ – para este autor, admite-se a possibilidade de início do processo inibitório em momento anterior ao do anúncio preliminar, caso haja conhecimento de intenção de lançar oferta estando a mesma dependente de verificação de condições prévias ou caso exista já uma decisão de lançamento, mas a sociedade-oferente ainda se encontre dentro do prazo de preparação e publicação do anúncio preliminar.

Em ambas estas situações, justifica-se a limitação de poderes em momento anterior ao da receção do anúncio preliminar sendo para tal necessário o “(...) *indispensável (...) conhecimento firme da situação decisória (...)*” devendo este resultar de “(...) *informação segura e razoavelmente completa (...) da iminência de lançamento de oferta.*”

Nesta sede, cabe-nos realçar a importância de uma correta definição temporal do início do período inibitório – encontrando uma situação extrema, em que uma sociedade toma conhecimento de uma decisão de lançamento de OPA anterior a anúncio preliminar e que se vem a mostrar errónea (v.g. desistência por parte da oferente, falsa informação), a mesma vê-se numa situação em que fica inibida de tomar certas medidas que podem ser de enorme relevo (v.g. aquisição ou alienação de ativos) durante um

²⁴ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, Coimbra Editora, 6ª edição, 2011, pp. 208 e 209

²⁵ JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra Editora, 2000, pp. 183-187

período temporal extremamente dilatado e que pode acabar por configurar enormes perdas para a sociedade e respetiva estrutura acionista.

Saliente-se ainda que não são apenas os interesses da sociedade que ficam colocados em causa, a solução apresentada por Jorge Brito Pereira no seguimento da verificação de informação segura e completa vem exatamente tutelar os interesses dos acionistas em situações em que o órgão de administração através do seu constante acesso a maiores e melhores níveis de informação, toma conhecimento de uma iminente OPA e aproveita a carência de período inibitório para alienar bens ou quaisquer outras medidas que possa executar em seu próprio proveito e em detrimento daquela que seria a mais-valia oferecida aos acionistas em função do valor da sociedade anterior a esta atuação por parte da administração.

Deste modo, é nosso entendimento que melhor redação para o início do período inibitório tal como previsto no artigo 182º, seria aquela que fizesse referência às exigências de qualidade da informação tal como dispostas no artigo 7º nº 1 – desta feita, relativamente à certeza da “tomada de conhecimento” que, por sua vez, deva ser tida por concreta e vinculativa caso a informação a que se reporta seja por si mesma completa (não sendo necessário o conhecimento total dos objetivos do oferente uma vez que a simples certeza de lançamento de OPA será certamente suficiente para um administrador querer acautelar a sua posição e, conseqüentemente, justificando-se o início do regime inibitório), verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita.

Aceitando que continuaremos a lidar com conceitos indeterminados (mas determináveis), a verdade é que tal não só se verifica relativamente às exigências informativas respeitantes a qualquer outra comunicação juridicamente relevante, como também vai ao encontro do espírito do sistema, integrando-se com o nível de exigência requerido para qualquer outro tipo de informação.

Nesta sede ressalvamos (e saudamos) o comentário crítico de João Cunha Vaz²⁶ relativamente à letra da lei que, conjugando o nº1 do artigo 182º com os artigos 182º nº2 alínea a) e 175º, define primeiramente como momento chave o momento em que a

²⁶ JOÃO CUNHA VAZ, ob. cit., pp. 235, ressalve-se ainda que este autor defende igualmente a possibilidade de antecipação do período inibitório, estando aqui apenas em causa quais os mecanismos a ser tomados para conferir um maior nível de certeza jurídica relativamente às situações em que tal deverá, ou não suceder.

sociedade-visada toma conhecimento da decisão de lançamento da oferta, equiparando de seguida esse conhecimento à receção do anúncio preliminar – algo que, acrescentando às exigências impostas pelo artigo 175º, irá resultar num “*hiato de tempo entre os dois momentos*” (sendo estes a decisão de lançamento e o efetivo registo). Com vista a solucionar este problema, o autor sugere a alteração da letra da lei para que a “*tomada de conhecimento da decisão*” deixe de ter relevo para o início do período inibitório, relevando sim, apenas e só, a tomada de conhecimento do lançamento da oferta – a que se reporta a receção do anúncio preliminar.

Entendemos que com a expressão do legislador em que faz referência à tomada de conhecimento da decisão de lançamento da OPA enquanto momento relevante, o mesmo visou precaver eventuais situações em que o conhecimento seja, de facto, anterior à receção do anúncio, salvaguardando assim a possibilidade de antecipação do período inibitório – aliás, tal interpretação vai exatamente ao encontro do espírito comunitário que deu origem a esta discussão e que se vê, por sua vez, disposto na segunda parte do segundo parágrafo do artigo 9º nº 2 da Diretiva das OPA. Assim, apresentando uma solução distinta (mas não contrária) daquela sobre a qual versamos, daqui se retira a enorme e inegável falta de certeza jurídica num âmbito cujas repercussões se podem configurar em valores extremamente avultados.

Não obstante desta falta de concretização por parte do legislador a bem da certeza jurídica, entendemos que a solução adotada é preferível àquela consagrada na *Rule 21* do *City Code* inglês segundo a qual a administração verá os seus poderes limitados caso haja “razão para acreditar que uma oferta está iminente²⁷”.

Esta disposição vai de encontro ao disposto na segunda parte da disposição comunitária em análise e que por sua vez possibilita a antecipação do momento da inibição: “*Os Estados Membros podem impor a antecipação do momento a partir do qual esta autorização (por parte dos acionistas) deva ser obtida, por exemplo, logo que o órgão de administração da sociedade-visada tomar conhecimento da iminência da oferta*”. Nesta sede tendemos a concordar com a posição seguida por João Cunha Vaz

²⁷ Traduzido da norma integral: “*During the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, without the approval of the shareholders in general meeting, take any action which may result in any offer or bona fide possible offer being frustrated or in shareholders being denied the opportunity to decide on its merits (...)*”

segundo o qual esta antecipação cria “(...) *um clima de incerteza e insegurança na determinação do efetivo conhecimento da oferta por parte daquele órgão, bem como por ter permitido diferentes regimes no seio dos diversos Estados-Membros, criando assim as condições para uma efetiva distorção da concorrência*”, fazendo-o num momento em que o órgão de administração ainda nem sequer tem à sua disposição os objetivos concretos da sociedade-oferente.

5. O conflito de interesses – casos concretos e meios de resolução

Analizados todos os contornos relevantes atinentes ao regime base dos conflitos de interesse, cabe agora incidir sobre específicos interesses conflituantes e respetivos mecanismos de resolução.

Tal como já vimos, é a partir do lançamento da OPA e do conseqüente início do período inibitório de atuação da administração da sociedade-visada que nasce a discrepância entre os interesses do órgão de gestão com aqueles respeitantes à sua estrutura acionista: aceitando que este primeiro se encontrava *prima facie* numa situação em que o seu único interesse correspondia intrinsecamente ao interesse social (maximização do valor da sociedade e respetivas participações sociais), com o lançamento da OPA hostil a administração passa a estar numa situação em que o seu cargo na estrutura societária se encontra ameaçado, deixando os seus titulares tentados a tomar decisões que conduzam à manutenção deste órgão, em detrimento do que será efetivamente melhor para a sociedade.

Sabendo que a OPA se reconduz a uma oferta dirigida aos acionistas da sociedade-visada e que causa uma limitação de poderes no seio da sua administração, não nos podemos, contudo, esquecer da posição jurídica de cada um destes entes bem como as suas respetivas características. Ou seja, aceitando que, numa primeira análise, tanto a administração da sociedade como os seus respetivos investidores tenham como principal finalidade o aumento do valor da sociedade de modo a conseguirem obter o maior benefício possível numa ótica de eficiência, a verdade é que será da sua própria

posição neste corpo societário que decorrerá o tal desalinhamento de interesses sobre o qual versamos.

Fica deste modo patente estarmos perante um problema de *corporate governance* relativo ao modo como uma estrutura societária se encontra construída e os problemas que daqui, inevitavelmente, surgirão.

Assim sendo, a relação que até aqui caracterizámos brevemente concretiza-se como uma relação de agência e que por si descreve um modo de interação económico-social verificado nos mais diversos âmbitos e sobre a qual foram feitas inúmeras e importantes considerações a partir de finais do século XX.

Seguindo o entendimento de Stephan A. Ross²⁸, uma relação de agência surge quando uma parte (o agente) atua em representação de outra parte (o principal) num determinado domínio de tomada de decisões. Já numa perspetiva de *corporate governance*, Jensen e Meckling²⁹ definem esta mesma situação como uma relação contratual na qual uma ou mais pessoas contratam uma outra (o agente) para realizar um serviço que compreenda a delegação de algum poder decisório.

A partir desta caracterização conseguimos perceber a sua aplicabilidade à relação entre administradores e acionistas. Neste contexto, o membro por si eleito para o cargo de órgão de administração irá atuar em seu nome nas situações decisórias que surjam no contexto da gestão da sociedade – assim, e como Stephen A. Ross aponta, estamos perante uma relação que se verifica em inúmeras situações extrínsecas ao contexto societário, seja na relação entre o empregador e os seus trabalhadores ou mesmo entre um governo e os seus governados, são várias as relações que se configuram com alguns elementos da relação de agência, mais concretamente na sua vertente de delegação de poder decisório.

Não nos podemos contudo esquecer que esta delegação de poder decisório é fundamentada num conjunto de circunstâncias que vêm justificar a assunção deste

²⁸ STEPHEN ROSS, *The Economic Theory of Agency*, in *The American Economic Review*, Vol. 63, pp. 134-139

²⁹ MICHAEL JENSEN e WILLIAM MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. III, 1976, pp. 5

risco³⁰, entre as quais devemos destacar a finalidade motivadora da celebração do contrato, a complexidade das funções que irão ser desempenhadas pelo administrador no seio do órgão de gestão e que têm por si subjacentes um conjunto de conhecimentos dos quais os comitentes (neste caso os acionistas) não beneficiam e as dificuldades de coordenação das vontades de um grande número de acionistas que seria necessária dada a imperativa atuação em grupo resultante da dispersão de capital.

Conjugando agora esta relação com a temática em análise (diga-se, os conflitos de interesse que surgem mediante uma relação configurada nestes termos), percebemos que o verdadeiro problema surge como consequência do facto da concretização do verdadeiro interesse dos acionistas (os principais ou comitentes) estar dependente da atuação da administração, ou seja, a sua contraparte na qual foi delegado o poder decisório (o agente ou comissário) – é a génese dos conflitos de agência (*agency problems* ou *agency costs*).

Ora sucede que em contexto societário se verifica uma intensificação do potencial destes conflitos dados todos os benefícios informativos atribuídos a um membro do órgão de administração no exercício da sua função, bem como a crescente separação entre a propriedade da sociedade (que se encontra atribuída a estruturas acionistas de capital cada vez mais disperso) e a sua gestão. Não obstante da atualidade desta tendência de dispersão de capital, a questão da separação entre a propriedade (*ownership*) de uma sociedade e o seu controlo encontra importantes considerações desde os inícios do século XX, em que Adolf Berle e Gardiner Means³¹ teciam as primeiras grandes questões sobre aquelas que iriam ser as *modern corporations*. Assim, questionavam os autores sobre o quão legítimo seria assumir que aqueles em controlo da sociedade (*owners*) iriam realmente atuar no interesse dos seus proprietários– o entendimento disposto era então o de que a resposta a esta pergunta estaria dependente

³⁰ JOÃO SOUSA GIÃO, *Conflitos de Interesses entre Administradores e os Acionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores*, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Almedina, 2010, pp. 227-228, acrescentando ainda o autor que: “(...) quanto maior for a complexidade das funções a desempenhar pelos comissários, maior será a discricionariedade que estes beneficiarão no seu exercício (...) o exercício de funções complexas e envolvendo juízos discricionários agudiza (...) as assimetrias informativas e, por consequência, os custos de agência.”

³¹ ADOLF BERLE, e GARDINER MEANS, *The Modern Corporation & Private Property*, The Macmillan Company, New York, 1932, pp. 119-125. Fazendo ainda referência a um excerto que traduz o ponto de partida destes autores: “If we are to assume that a desire for personal profit is the prime force motivating control, we must conclude that the interests of control are different from and often radically opposed to those of ownership (...)” pp. 122.

do grau em que o interesse próprio daqueles em controlo fosse concordante com os interesses dos proprietários, e, caso diverjam, dos mecanismos impostos para limitar a atuação de tal poder.

Com tudo isto em consideração e chamando à questão uma situação de OPA pendente, cabe realçar que o agente irá sempre ter à sua disposição uma muito maior quantidade de informação (bem como qualidade da mesma) o que o coloca numa posição de “vantagem” em relação aos acionistas na discussão daquela que será uma atuação concordante com a prossecução do seu verdadeiro interesse - ou não, seguindo por sua vez um caminho de controlo da informação com vista à simples manutenção da sua posição jurídico-societária.

Em termos concretos - durante pendência de uma OPA hostil (ou na sua iminência) - compreendemos assim que enquanto o cumprimento escrupuloso dos deveres fiduciários fundamentais³² do órgão de gestão pode resultar na sua destituição; um “fácil” aproveitamento de tal assimetria pode levar a enormes ganhos pessoais, seja através da simples manutenção do seu cargo, seja através de diversos outros comportamentos como o desvio de oportunidades de negócio, a prática de atos extremamente vantajosos para a sociedade mas apenas a curto prazo de modo a “fabricar” um aumento de *performance* à luz da perspetiva acionista ou ainda a deliberação de aumento de vencimentos ou distribuição de lucros.

Não obstante de todas estas considerações que demonstram a existência de uma assimetria informativa de grande relevo bem como uma certa debilidade da posição da estrutura acionista em detrimento dos seus administradores, existem diversos

³² Salientando o artigo 64º CSC de onde se deverá realçar, em âmbito de atuação de um administrador no contexto de uma OPA hostil iminente, o respeito pelo dever de lealdade como previsto na alínea b) do nº1 deste artigo visto que passa a ser de extrema importância uma atuação vá efetivamente de encontro aos interesses de longo prazo dos sócios e não ao seu interesse de curto prazo em manter a sua posição na sociedade. De igual modo apontavam já os Princípios OECD: “*O órgão de administração deve desempenhar certas funções fundamentais, incluindo (...) fiscalizar e gerir potenciais conflitos de interesses entre os gestores, os membros do órgão de administração e os acionistas, incluindo o uso abusivo dos ativos da sociedade e abuso em transações com partes relacionadas*” – Capítulo VI, Ponto D6 dos Princípios da OCDE para o Governo das Sociedades.

mecanismos que visam mitigar as discrepâncias (às quais damos o nome de custos de agência³³) desta relação e sobre os quais iremos agora desenvolver.

Verifica-se então a existência de diversos modos de classificação de mecanismos para reduzir os custos de agência, contudo, pensamos ser relevante atentar às considerações de John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman³⁴ relativamente à sua efetivação num contexto societário de acentuada dispersão de capital e consequente afastamento do controlo da sociedade. Nesta sede, a divisão dos mecanismos é então feita entre estratégias regulatórias e estratégias de governação. As estratégias regulatórias representam os moldes prescritivos que visam moldar *a priori* os “termos substantivos” da relação entre sócios e administradores, restringindo desde logo a atuação destes últimos através de regras (*rules*) ou padrões de comportamento (*standards*) – no nosso ordenamento jurídico verificamos a concretização destes mecanismos tanto por imposições legais ou estatutárias (*ex ante*) que limitam a atuação dos administradores na gestão da sociedade (v.g. limitações à distribuição de lucros e dividendos, garantias de capitalização mínima da sociedade, limitações à remuneração dos órgãos sociais) como pela imposição de padrões de comportamento pelos quais estes agentes deverão reger a sua atuação (deste modo numa análise *ex post*, de onde devemos salientar o critério do gestor criterioso³⁵ e ordenado bem como a capacidade para respeitar os interesses da sociedade, dos sócios e dos trabalhadores, o dever de lealdade e o dever de cuidado). Como requisitos de sucesso destas estratégias, os autores apontam o facto destes mecanismos estarem dependentes do controlo eficaz por parte de uma autoridade externa que por sua vez deverá ter à sua disposição uma estrutura “íntegra” e qualificada, bem como meios de controlo de informação para que

³³ *Agency costs*, que segundo JENSEN e MECKLING, ob. cit., se podem subdividir em (i) despesas de monitoramento, que correspondem ao esforço dos acionistas (*principal*) no acompanhamento do processo de atuação e decisão dos seus administradores (*agents*) (ii) gastos de garantia, que correspondem a eventuais custos assumidos por parte dos acionistas para de maneira a restringir a atuação do agente (v.g. o custo assumido de modo a que o administrador se comprometa a manter a sua função mesmo em caso de aquisição da sociedade) e (iii) perdas residuais, que por sua vez correspondem às perdas inevitáveis decorrentes da divergência de interesse entre ambas as partes e independentes da verificação dos dois mecanismos referidos anteriormente.

³⁴ JOHN ARMOUR, HENRY HANSMANN e REINIER KRAAKMAN, *Agency Problems Legal Strategies and Enforcement, The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Chapter II, Discussion Paper No. 644, John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Harvard Law School, 2009, pp. 2-17.

³⁵ Para uma melhor densificação destes deveres, ANTÓNIO MENEZES CORDERIO, *Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades*, in Revista da Ordem dos Advogados, Ano 66, Volume II, 2006, de onde devemos salientar algumas concretizações destes deveres como o dever de neutralidade perante os diversos acionistas, a proibição de concorrência, os direitos preferenciais como parte da remuneração e, sobre qual versamos, as atitudes a tomar perante ofertas públicas de aquisição.

possa assim julgar a atuação dos administradores à luz das condições de atuação previamente estipuladas.

Passando às estratégias de governação, estas prendem-se com o efetivo controlo e acesso que os acionistas terão sobre a atuação do titular do cargo de administrador. Nesta sede apontam-se então várias estratégias criadas com o intuito de alinhar os interesses entre o administrador e os acionistas através de incentivos monetários, sendo de realçar o facto de tal já se verificar no nosso ordenamento jurídico – de facto, através do princípio do tratamento igualitário dos sócios, o administrador vê o seu direito ao dividendo intrinsecamente ligado àquele que será atribuído ao sócio minoritário, tendo assim um incentivo para prosseguir o interesse do mesmo.

Além do mais, existem diversas outras estratégias de recompensa ou incentivo que podem servir para colmatar o tal desalinhamento de interesses como a estipulação de um *pay-for-performance* regime no qual o administrador é recompensado por forçar o expresso interesse dos sócios independentemente de qualquer partilha de resultados ou a nomeação de administradores independentes sobre os quais iremos densificar mais adiante. Já relativamente às condições de sucesso deste tipo de estratégias, salienta-se que estas ficam dependentes da capacidade dos sócios em coordenar os seus esforços de maneira a conseguirem exercer os direitos respeitantes às suas participações sociais, quer isto então dizer que quanto mais disperso estiver o capital de uma sociedade, mais difícil e dispendioso será para os seus titulares coordenarem esforços de maneira a monitorizar a atuação do órgão de administração e decidir pela idoneidade, ou não, da sua atuação³⁶ - representando assim uma estratégia menos eficaz neste tipo de contexto empresarial.

Ora se estas considerações são feitas tendo por base o contexto societário norte-americano será que existem fatores suficientes para que possamos afirmar que o grau de

³⁶ No mesmo sentido, DIANE DENIS e JOHN MCCONNEL, *International Corporate Governance*, ECGI Finance Working Paper N.º 05/2003: “Shareholders other than management can potentially influence the actions taken by management. The problem in the typical US corporation, with its widely-dispersed share ownership, is that individual shareholders own very small fractions of an individual firm’s shares and, therefore, have little or no incentive to expend significant resources to monitor managers or seek to influence decision-making within the firm (...) (H)owever, individual shareholders who have more significant ownership positions have greater incentives to expend resources to monitor and influence managers.”

eficácia dos diversos mecanismos mitigadores de custos de agência poderá variar consoante o ordenamento jurídico-societário que esteja em causa?³⁷

A resposta deverá ser positiva. De facto, existem inúmeros fatores de enorme relevo que podem (e devem) ser tidos em consideração de modo a concluir pelas soluções que serão mais adequadas na gestão de conflitos e dos quais realçamos: a dimensão do mercado, a liquidez, o volume de transações e a estrutura de propriedade³⁸. Assim, tal como aponta João Sousa Gião³⁹, uma tendência por parte dos comissários em agir de modo oportunístico em resultado da sua posição favorável na balança da assimetria informativa terá maiores repercussões a nível sistémico que uma atuação nos mesmo moldes, mas verificada num contexto societário de maior dimensão dada a facilidade dos investidores em retirarem o seu investimento e alocá-lo num universo muito maior de alternativas de investimento. É exatamente por este motivo que na gestão de mecanismos a aplicar para diminuir o impacto dos conflitos de interesse que possam surgir se deverá dar primazia aos que atuam preventivamente uma vez que, dado o já referido perigo sistémico, o valor nominal do prejuízo causado em consequência da atuação oportunística por parte dos administradores, será possivelmente muito superior àquele que é intrínseco à mesma, podendo ainda representar valores a nível de mercado (seja a nível de impacto direto seja a nível de confiança geral dos investidores) que se verão como incalculáveis.

Não obstante desta análise, (que deverá ainda assim ser tida em conta daqui em diante) devemos dar agora especial atenção ao mecanismo disposto no nosso ordenamento jurídico para a resolução do conflito de interesses entre sócio e sociedade que surge como consequência de uma OPA pendente. Como já fizemos alguns reparos, nesta sede entra em atuação o dever de lealdade tal como disposto no artigo 64º nº1 alínea b) do CSC – esta prevalência do interesse dos sócios estava já configurada desde o momento da entrada em cena do regime inibitório como estipulado pelo artigo 182º, contudo, como iremos ver agora o seu conteúdo não se esgota apesar da atuação desse dever de neutralidade.

³⁷ Para uma análise mais detalhada sobre estas diferenças e possíveis fatores relevantes, LUCA ENRIQUES, *Book Review: The Comparative Anatomy of Corporate Law*, University of Oxford Faculty of Law; European Corporate Governance Institute, ECGI, 2004.

³⁸ Fazendo uma breve comparação, são 57 as empresas cotadas na Bolsa de Lisboa em 2019 enquanto que nos Estados- Unidos, em 2018, o número era 4397, tal discrepância terá assim de ser obrigatoriamente tida em consideração aquando da análise do funcionamento de cada contexto societário.

³⁹ JOÃO SOUSA GIÃO, *ob. cit.*, 2010, pp. 242.

Tal como aponta Paulo Câmara⁴⁰ o dever de lealdade, como configurado no nosso ordenamento jurídico, apresenta-se com duas faces de atuação: por um lado a imposição de deveres de *non facere* (v.g. quaisquer atos que visem a prossecução do seu interesse pessoal em detrimento daqueles da sociedade e/ou dos seus sócios), por outro a imposição de condutas que visem a prossecução do interesse social no qual se enquadrará o interesse de longo prazo da respetiva estrutura acionista.

Esta perspetiva é fulcral na compreensão do papel que este dever assume na pendência de uma OPA hostil – focando então no conflito entre o órgão de gestão da sociedade-visada e os seus respetivos acionistas, verificamos que se apresenta uma autêntica polarização da atuação idónea por parte dos administradores no contexto de uma atuação totalmente convergente com o seu dever de lealdade: decorrendo uma situação em que a oferta dirigida aos acionistas se mostra inegavelmente favorável tanto para a realização de uma mais-valia como para a perspetiva de longo prazo da sociedade (v.g. uma OPA hostil por parte de um oferente bem preparado, com um detalhado plano para o futuro da sociedade e ainda uma sólida capacidade financeira que possibilite um investimento relevante), os deveres de *non facere* decorrentes do dever de lealdade impõem que o administrador não proceda a qualquer conduta que vise o fracasso desta operação (onde se inclui não só a tentativa de adoção de medidas defensivas, como qualquer tentativa de persuasão dos destinatários da oferta através, por exemplo, da estratégia *winning the argument* que densificámos anteriormente e da qual demos um exemplo prático experienciado no contexto societário Português).

⁴⁰ PAULO CÂMARA, ob. cit., 2010, pp. 61, salientando esta interpretação dos deveres de lealdade, cabe realçar que este não representa um entendimento unânime na doutrina. Deste modo, autores como MENEZES CORDEIRO, *Os deveres...* ob. cit., 2006, sustentam que estamos perante deveres “puros” não existindo desde logo qualquer relação direta com os interesses que devem ser tidos em conta por parte dos administradores. Neste seguimento, a lealdade não deve ser tida necessariamente por realizada em consequência de uma atuação em prol dos interesses a longo prazo dos acionistas, uma vez que a lealdade como consagrada seria de igual modo devida a outras partes interessadas (v.g. trabalhadores, clientes e credores), nas palavras do autor: “*Quem é “leal” a todos, particularmente havendo sujeitos em conflito, acaba desleal perante toda a gente. Uma técnica legislativa elementar ensina que não se devem construir normas com um aditamento ilimitado de novos termos, sob pena de se lhes esvaziar os conteúdos.*” Apesar deste entendimento, tendemos a concordar com a posição de Paulo Câmara na medida em que o legislador, apesar de consagrar a lealdade como bitola geral de atuação, procede a uma clara hierarquização dos interesses que possam estar em causa. Se, de acordo com o disposto no n.º 1 alínea b) do artigo 64.º CSC, os administradores devem “*atender*” aos interesses de longo prazo dos sócios e de seguida (apenas) “*ponderar*” sobre os interesses dos demais sujeitos interessados, parece ser clara a intenção legislativa de estabelecer, como o próprio autor indica, a uma “*(...) graduação dos interesses a que devem obediência os titulares dos órgãos sociais (...)*”.

De igual modo, a vertente positiva do dever de lealdade irá consubstanciar-se na sugestão de aceitação da OPA, sabendo que tal conduta mesmo que decorrente do respeito a este dever, irá muito possivelmente resultar na sua destituição do seu cargo de gestão.

Não podemos, contudo, esquecer que o conflito de interesses a nível societário surge ainda a diversos outros níveis dos quais devemos salientar, além daqueles que se verificam entre o órgão em controlo da sociedade e os seus demais titulares, aqueles que se apresentam entre acionistas majoritários e minoritários, bem como os que se reportam à relação entre a sociedade e os seus credores e salvaguardando ainda os interesses dos clientes e/ou consumidores.

Ademais, levantam-se igualmente questões relativas à circunstância de saber se um administrador da sociedade-visada que tenha sido nomeado pela sociedade-oferente, se encontra em situação de conflito de interesses para efeitos de, por exemplo, votar o relatório da sociedade-visada e emitir opinião sobre a oportunidade da oferta ou a adoção de medidas defensivas. Nesta sede, somos da opinião de que o administrador em causa não deverá ser impedido de votar por duas ordens de razão. Em primeiro lugar, pelo facto do seu sentido de voto ter todas as possibilidades de ser convergente com o interesse social da sociedade administrada – como já vimos, a natural tendência da administração será adotar a conduta que se coadune com a manutenção do seu cargo, logo, uma perspectiva oposta (por exemplo, de votação contra um relatório que conclua pela inadequação da oferta) poderá mesmo ser a única que efetivamente consubstancie uma tutela dos interesses da sociedade. Em segundo lugar, caso a votação do administrador nomeado pela oferente seja drasticamente contrária aos referidos interesses, a situação sobre a qual nos deparamos é exatamente similar àquela que se verifica em relação aos demais administradores – estaremos então perante uma violação do dever de lealdade em detrimento de um ganho pessoal.

Assim, tendo presente o papel fulcral que o dever de lealdade tem na resolução do conflito de interesses entre sócios e administradores, sucede que existem diversos outros mecanismos adequados a colmatar os efeitos destes problemas de agência agora enumerados e que deverão ser tidos em consideração daqui em diante.

Em contexto de mecanismos internos de controlo⁴¹, é de salientar o importante papel dos administradores independentes enquanto “intermediários” da discrepância de posições jurídicas verificada entre administradores e acionistas, realizando de seguida uma conjugação para o contexto de OPA. Sucintamente, o administrador independente assume um papel de supervisão no seio da sociedade de modo a prevenir a ocorrência de abusos de poder por parte do órgão de gestão ou, diga-se, de quaisquer atos desviados da prossecução do interesse social agindo assim, como um “*substituto de regulação externa*”⁴² uma vez que este, mais que ninguém, está ciente dos interesses em causa num potencial conflito bem como de toda a informação relevante acerca do mesmo, estando assim em posição idónea para proceder à sua resolução.

É exatamente neste sentido que apontava desde logo o disposto comunitário presente tanto nos Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades: “*os membros independentes do órgão de administração podem contribuir significativamente para o processo de decisão do órgão de administração. Podem conferir uma visão objectiva à avaliação do desempenho do órgão de administração e dos gestores*”, como na Recomendação da Comissão 2005/162/CE de 15 de Fevereiro de 2005: “*deve ser eleito para o conselho de administração ou de supervisão das sociedades um número suficiente de administradores independentes não executivos ou membros do conselho de supervisão, por forma a garantir que serão tratados de forma adequada quaisquer conflitos de interesses importantes que envolvam administradores*”.

Não obstante, a importância dos administradores independentes estava há muito presente no nosso ordenamento jurídico - de facto, a presença dos mesmos resulta de uma evolução de *soft law* que por sua vez teve base no sistema norte-americano onde se verifica a já referida dispersão de capital, existindo assim um grande número de acionistas com participações sociais relativamente insignificantes (de acordo com uma perspetiva de controlo) sendo assim imperativa a existência de um órgão que fiscalizasse as decisões correntes do órgão de gestão.

⁴¹ Adotando a divisão sugerida por parte de DIANE DENIS e JOHN MCCONNELL, ob. cit., 2003, pp. 2: “*The governance mechanisms that have been most extensively studied in the US can be broadly characterized as being either internal or external to the firm.*”

⁴² JOÃO GOMES DA SILVA, LUÍSA ANTAS, MARGARIDA SÁ COSTA, RUI SILVEIRA, Os Administradores Independentes das Sociedades Cotadas Portuguesas, Comissão Jurídica do IPCG, 2007, pp. 10.

Não obstante, desde 1999⁴³ que a CMVM alude à importância deste órgão referindo que se “*encoraja a inclusão no órgão de administração de um ou mais membros independentes em relação aos acionistas dominantes, por forma a maximizar a prossecução dos interesses da sociedade.*” Atualmente, as considerações de *soft law* continuam bem presentes naquilo que respeita à presença de administradores independentes em matéria de *corporate governance*, dispondo deste modo o Código de Governo das Sociedades que: “*a composição do órgão de fiscalização e o conjunto dos administradores não executivos devem proporcionar à sociedade uma equilibrada e adequada diversidade de competências, conhecimentos e experiências profissionais*” (Ponto III.B), “*o número de administradores não executivos deve ser superior ao de administradores executivos*” (Ponto III.3) e ainda que “*cada sociedade deve incluir um número não inferior a um terço mas sempre plural, de administradores não executivos que cumpram os requisitos de independência*” (Ponto III.4).

Como já aludimos, é também histórica a importância dada pelo ordenamento jurídico norte-americano à figura do administrador independente (*independent director*). Neste sede fazemos agora referência à atualizada comunicação feita pela NYSE (*New York Stock Exchange*) relativamente à política de requisitos de independência que deverá vigorar em qualquer sociedade que almeje ser cotada neste mercado.⁴⁴ Aqui, o critério a ter em consideração será a existência ou não de relações materiais com a sociedade (*material relationship*), cabendo aos restantes administradores informar o conselho de supervisão caso estas possam colocar em causa o requisito de independência.

Deste modo, a independência surge consagrada no nosso ordenamento jurídico consoante o modelo de governação adotado, sendo assim um requisito do fiscal único ou membro do conselho fiscal caso estejamos perante uma estrutura societária de modelo clássico, um membro do conselho geral e de supervisão em virtude do modelo germânico e finalmente de um administrador não executivo da comissão de auditoria caso nos encontremos perante uma estrutura governativa de modelo anglo-saxónico –

⁴³ Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, 1999, disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades/AncasGovSoc/Pages/99_V.aspx

⁴⁴ “*Independence Policy of the Board of Directors of New York Stock Exchange LLC*”, cuja entrada em vigor se deu à data de 12 de Junho de 2019, disponível em: https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/Director_Independence_Policy_of_New_York_Stock_Exchange_LLC.pdf

estando a cláusula geral de independência por sua vez disposta no artigo 414º n.º 5 als. a) e b). Relativamente às sociedades cotadas, salienta-se a imposição de requisitos mínimos de verificação de membros independentes, dada a já referida maior dispersão de capital e respetivas consequências, deste modo e conjugando com o regime que acabámos de referir: “*em sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, o conselho fiscal deve ser composto por uma maioria de membros independentes* (artigo 416º n.º 6 CSC), “*(...) os membros da comissão de auditoria devem, na sua maioria, ser independentes* (artigo 423º-B n.º 5 CSC) e finalmente “*(...) os membros da comissão referida no n.º 3 devem, na sua maioria, ser independentes*” (artigo 444º CSC, relativamente à comissão a nomear por parte do conselho geral e de supervisão).

Apesar da sua importância e conseqüente atenção dada por parte do ordenamento jurídico português, são diversas as críticas apontadas a esta figura e que devem ser por nós enunciadas uma vez que irão ter, de facto, algum relevo na sua capacidade para solucionar problemas de agência em sede de OPA hostil.

A principal e mais relevante debilidade apontada à figura do administrador independente em sede da sua atuação enquanto fiscalizador das práticas do órgão de gestão prende-se com os moldes jurídicos relativos ao seu acesso a este cargo. Em termos de nomeação, sabemos já que estes administradores não executivos são eleitos por uma maioria de acionistas de controlo, ora se conjugarmos tal facto com a circunstância de estes primeiros poderem, à luz do artigo 403º CSC, ser destituídos sem justa causa mediante deliberação da assembleia geral, começamos a compreender as questões que se levantam relativamente à verdadeira efetividade desta independência, mesmo à luz da cláusula geral disposta.⁴⁵ Assim, atentando mais uma vez à circunstância de nos encontrarmos num contexto societário de considerável prevalência de uma estrutura de capital concentrado, concluímos neste contexto que toda a entrada e saída de cena desta figura do administrador independente estará totalmente sujeita à

⁴⁵ JOÃO CUNHA VAZ, ob. cit., pp. 216, RUI OLIVEIRA NEVES, *O Administrador Independente*, in *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Almedina, 2008, pp. 180, e ainda PAULO OLAVO CUNHA, *Os Administradores Independentes e outros membros com essa pretensa qualidade*, in *Jornal de Negócios*, 2007, disponível em: https://www.jornaldenegocios.pt/opiniao/detalhe/os_administradores_independentes_e_outros_membros_com_essa_pretensa_qualidade

discricionarieidade dos acionistas maioritários, o que por sua vez resulta na nossa posição de que as críticas que lhe são apontadas têm, de facto, todo o cabimento.

É exatamente neste seguimento que importa agora realçar a extrema fragilidade da posição dos acionistas minoritários em situação de conflito com aqueles de controlo. Em sede de OPA hostil e num contexto como o Português em que a concentração de capital é uma realidade, o interesse do acionista minoritário encontra-se totalmente fragmentado como consequência da proximidade entre o acionista maioritário e o órgão de gestão. Mesmo tendo em consideração o princípio de igualdade de tratamento dos sócios bem como o direito de direito a informação completa nos termos do artigo 7º CVM para que o titular de uma quase insignificante percentagem do capital social possa decidir sobre o mérito da oferta que lhe é agora apresentada, nada obsta a que o órgão de gestão juntamente com os seus acionistas maioritários, procedam à adoção de qualquer tipo de medidas que obstem a que o acionista minoritário realize a sua mais valia, caso fosse essa a sua intenção.

Desta feita a única solução que se apresenta a esta estrutura minoritária será a de coordenar esforços de modo a bloquear a adoção de medidas defensivas - tentando “aproveitar” a exigência positivada no nosso ordenamento jurídico relativa à necessidade de aprovação por 2/3 dos votos tal como resulta da conjugação entre os artigos 182º nº 4 alínea b) CVM, 383º nº 2 e 386º nº 3 CSC). Esta solução pressupõe contudo que esta minoria coordenada se consegue aglomerar numa quantidade equivalente a 1/3 dos direitos de voto algo que se pode ver como uma tarefa extremamente difícil em virtude de fatores como a dificuldade de coordenação de esforços em si bem como os seus custos inerentes, a eventual necessidade de um consenso a adotar por parte dessa minoria, e o geral desinteresse de grande parte dos acionistas minoritários que muitas vezes levam uma vida totalmente afastada do seu investimento, seja a nível económico seja a nível pessoal.

Falhando esta coordenação, a figura do administrador independente (apesar das debilidades que lhe foram já apontadas) acaba por ser o último recurso da estrutura minoritária na resolução deste conflito.

Também a ser tido em conta em sede de OPA hostil é o conflito que se verifica entre a sociedade e os seus credores. Como podemos exemplificar, em contexto de OPA

hostil a sociedade-visada pode incorrer em avultados custos seja na adoção de medidas defensivas seja em consequência de uma reestruturação financeira (possível tanto em caso de sucesso ou fracasso da OPA) que resultará inevitavelmente na desvalorização do crédito como consequência da eventual quebra no valor global da sociedade. Deste modo, conseguimos então aferir que mesmo que uma OPA hostil se demonstre como favorável para a estrutura acionista mediante a oferta de um prémio de controlo atrativo, sucede que a eventual aceitação da mesma se pode mostrar como prejudicial ao interesse do credor.

Contudo, temos já presente a solução para este conflito tal como adotada em capítulos anteriores. Relembrando, chamamos mais uma vez à colação a importância do dever de lealdade e o modo como este é concretizado em sede de resolução de conflitos – ou seja, a graduação de interesses disposta na redação do artigo 64º nº 1 alínea b) impõe que os interesses de longo prazo dos sócios sejam tidos em consideração por parte da administração com supremacia sobre aqueles dos demais *stakeholders*.

Não obstante, cabe salientar o entendimento de Ana Nunes Teixeira segundo a qual: “(...) *os riscos suportados pelos credores no evento de uma OPA, conjugados com o facto de estes serem importantes financiadores da sociedade, justifica uma proteção mais forte da sua posição na pendência de uma oferta*”⁴⁶ – desenvolvendo ainda que, aceitando que tal proteção estaria sempre em necessário alinhamento com o dever de neutralidade, os administradores têm, à luz do dever de lealdade, a obrigação de tomar todas as medidas necessárias para travar esta OPA caso a mesma coloque em causa a situação económica da sociedade e, conseqüentemente, a posição jurídica dos credores.

Parece ser esta a posição a ser seguida, ou seja, na resolução do conflito em causa, o prejuízo dos credores resultante da desvalorização do seu crédito será apenas justificada caso exista uma correspondente valorização nas participações sociais (dada a primazia dos acionistas), caso tal não se verifique, a vertente positiva do dever de lealdade obriga a que o órgão de gestão tome todas as medidas necessárias de modo a proteger os interesses juridicamente tutelados dos demais *stakeholders*.

⁴⁶ ANA NUNES TEIXEIRA, *Creditor Protection in the Market for Corporate Control*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Vol. 54, 2016, pp. 13.

6. Conclusões

Aqui chegados, pensamos que os pontos centrais a ter em foco são as posições jurídicas em que as sociedades envolvidas se veem colocadas em consequência de uma OPA hostil e os diversos conflitos de interesse que se irão apresentar, como já vimos, aos mais diversos níveis.

Como já vimos, no contexto em que nos encontramos, o impacto sistémico que se verifica em consequência de uma atuação oportunística em sede de conflito de interesses será superior ao que se iria concretizar num contexto empresarial de maiores dimensões, deste modo, parece inevitável concluir pela primazia de soluções preventivas para mitigar este problema.

Dito isto, a solução mais eficaz parece ser a que se apresenta em momento radicalmente anterior ao surgimento do problema – apontando deste modo para a nomeação dos órgãos sociais. Através da nomeação de administradores com um percurso profissional que demonstre não só a simples observância dos deveres fiduciários gerais que lhes são incutidos, bem como a primazia do dever de lealdade em situações extremas que possam ter como resultado alterações bruscas a nível da estrutura societária.

Tendo por base inevitabilidade da delegação de poder decisório que é conferida ao titular do cargo de administração no âmbito da relação de agência que se apresenta, é a idoneidade deste último que se irá apresentar como fator determinante para uma tomada de decisão que vá de encontro aos parâmetros da *business judgment rule*.

Neste contexto devemos assim ter em conta que a margem de atuação atribuída ao administrador o irá colocar na posição de tomar decisões que poderão parecer drasticamente contrárias ao interesse acionista. Ora, saliente-se que este impasse, ao decorrer do molde em que a relação societária se encontra construída, se apresenta em todo e qualquer ordenamento jurídico com discrepâncias mais, ou menos, acentuadas, dada a pluralidade de interesses que se irão interpor no meio deste conflito.

Aqui, o caso *Paramount v. Time* figura como um bom exemplo demonstrativo da dimensão das aparentes discrepâncias – surgindo num contexto em que a *Time* procurava uma fusão com a *Warner* (ficando pressuposta uma inevitável alteração no

controlo societário) entra em cena a *Paramount* com uma oferta para a aquisição desta primeira mediante um prémio aos acionistas na ordem dos 66%. Em primeira análise, perante uma mais-valia de tal modo relevante, a única decisão que estaria de acordo com o interesse prevalente seria a de aceitação da oferta, contudo, os tribunais norte-americanos sustentaram e deferiram a decisão contrária tendo por base critérios como o valor a longo prazo, a independência jornalística e a manutenção da cultura empresarial da sociedade-visada.

Salientamos deste modo a relevância que a avaliação de ativos intangíveis pode ter no surgimento e resolução destes conflitos. Assim, sustentamos a enorme importância da existência de critérios que salvaguardem interesses que por vezes aparentem situar-se em “segunda linha”, mas que revistam, de facto, valor relevante e quantificável das sociedades em causa.

É exatamente neste sentido que aponta Martin Lipton⁴⁷ - sugerindo um guia de governação societária para esta nova década, é relembra a importância que tem sido dada aos rendimentos de curto prazo e o modo como esta mentalidade levou à crise financeira de 2008. Ao invés, concordamos e salientamos que o melhor modo de solucionar conflitos societários aos seus mais diversos níveis, e, conseqüentemente, seguir um caminho de crescimento sustentável, será através da criação de métodos que permitam proceder à avaliação de interesses que merecem ser tutelados e que surgem extrinsecamente à discussão sobre os valores nominais que se irão apresentar.

Já num contexto concreto e focado no ordenamento jurídico em que nos inserimos, concluímos este estudo com o entendimento de que o regime que se apresenta nos nossos dias carece da clareza e concretização legislativa que seria necessária para conferir aos entes jurídicos relevantes a certeza jurídica que lhes é devida na proteção dos seus interesses.

⁴⁷ MARTIN LIPTON, STEVEN A. ROSENBLUM, KARESSA L. CAIN, SEBASTIAN V. NILES, AMANDA S. BLACKETT, KATHLEEN C. IANNONE, *Its Time to Adopt The New Paradigm*, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, fevereiro de 2019.

7. Bibliografia

ADOLF BERLE e GARDINER MEANS, *The Modern Corporation & Private Property*, The Macmillan Company, New York, 1932, pp. 119-125;

ANA NUNES TEIXEIRA, *Creditor Protection in the Market for Corporate Control*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Vol. 54, 2016, pp. 13;

ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis*, *Revista da Ordem dos Advogados* nº 58, 1998, pp. 133-145;

ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efetivação, Valoração e Técnicas de Defesa*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Volume 54, 1994, pp. 764;

ANTÓNIO MENEZES CORDERIO, *Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 66, Volume II, 2006;

ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, Coimbra Editora, 6ª edição, 2011, pp. 208-209;

DIANE DENIS e JOHN MCCONNEL, *International Corporate Governance*, ECGI Finance Working Paper N.º 05/2003;

JOÃO CUNHA VAZ, *A Regra da Não Frustração da OPA e a Aquisição do Controlo*, Coimbra, 2011;

JOÃO GOMES DA SILVA, LUÍSA ANTAS, MARGARIDA SÁ COSTA, RUI SILVEIRA, *Os Administradores Independentes das Sociedades Cotadas Portuguesas*, Comissão Jurídica do IPCG, 2007, pp. 10;

JOÃO SOUSA GIÃO, *Conflitos de Interesses entre Administradores e os Acionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores*, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Almedina, 2010, pp. 227-228;

JOHN ARMOUR, HENRY HANSMANN e REINIER KRAAKMAN, *Agency Problems Legal Strategies and Enforcement, The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Chapter II, Discussion Paper No. 644, John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Harvard Law School, 2009, pp. 2-17;

JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação dos poderes da sociedade-visada durante o processo de OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra Editora, 2000, pp. 183-187;

LUCA ENRIQUES, *Book Review: The Comparative Anatomy of Corporate Law*, University of Oxford Faculty of Law; European Corporate Governance Institute, ECGI, 2004;

LUÍS MENEZES LEITÃO, *As Medidas Defensivas Contra Uma Oferta Pública de Aquisição Hostil*, in *Direitos dos Valores Mobiliários*, Volume VII, Coimbra Editora, 2007, pp. 57-76;

MARTIN LIPTON, STEVEN A. ROSENBLUM, KARESSA L. CAIN, SEBASTIAN V. NILES, AMANDA S. BLACKETT, KATHLEEN C. IANNONE, *Its Time to Adopt The New Paradigm*, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, Fevereiro de 2019;

MICHAEL JENSEN e WILLIAM MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. III, 1976, pp. 5;

ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Almedina, 2009, pp. 23-27;

PAULO CÂMARA, *Conflito de Interesses no Direito Financeiro e Societário – Um Retrato Anatômico*, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Almedina, 2010, pp. 64;

PAULO CÂMARA, *Manual do Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2018, pp. 585;

PAULO OLAVO CUNHA, *Os Administradores Independentes e outros membros com essa pretensa qualidade*, in *Jornal de Negócios*, 2007;

RAÚL VENTURA, *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, in *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1992, pp. 306;

RUI OLIVEIRA NEVES, *O Administrador Independente*, in *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Almedina, 2008, pp. 180;

STEPHEN ROSS, *The Economic Theory of Agency*, in *The American Economic Review*, Vol. 63, pp. 134-139.

Sitiografia (disponíveis em junho de 2020):

[https://www.cmvm.pt/pt/legislacao/legislacaonacional/pareceres/pages/parecer-gen%C3%A9rico-da-cmvm-sobre-os-deveres-de-comportamento-na-pend%C3%Aancia-de-oferta-p%C3%BAblica-de-aquisi%C3%A7%C3%A3o-opa\).aspx](https://www.cmvm.pt/pt/legislacao/legislacaonacional/pareceres/pages/parecer-gen%C3%A9rico-da-cmvm-sobre-os-deveres-de-comportamento-na-pend%C3%Aancia-de-oferta-p%C3%BAblica-de-aquisi%C3%A7%C3%A3o-opa).aspx)

<https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPASonaePTPTM/Pages/default.aspx#2>

<https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPASonaePTPTM/documents/b5657454c62a4989accebc9ae03b6561fr8388.pdf>

<https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPASonaePTPTM/documents/da3935e3812040c08edc96a106418d72fr8458.pdf>

<https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPASonaePTPTM/documents/4c6b645d7a5744b1bf4c82f7b242ed9afr11566.pdf>

<https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPASonaePTPTM/documents/7cb71bb6210646b788fc26fbed6512adfr12128.pdf>

<https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPASonaePTPTM/pages/20060510.aspx>

https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/detalhe/bes_mantem_em_aberto_apoio_a_o_pa_concorrente_sobre_a_pt

<https://www.cmvm.pt/pt/comunicados/comunicados/pages/20060717a.aspx>

http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digoGoverno%20das%20Sociedades/AnexosGovSoc/Pages/99_V.aspx

https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/Director_Independence_Policy_of_New_York_Stock_Exchange_LLC.pdf

https://www.jornaldenegocios.pt/opiniao/detalhe/os_administradores_independentes_e_outros_membros_com_essa_pretensa_qualidade