

Universidade Católica Portuguesa

Faculdade de Direito – Escola de Lisboa

&

CATOLICA-LISBON School of Business and Economics

Mestrado Direito e Gestão 2016/2017

**A (In)existência da Regra de OPA Obrigatória no  
Regime Norte-Americano**

**Ana A. Mano Duarte Esteves**

Orientador: Dr. Jorge Brito Pereira

Lisboa, 31 de Julho de 2017

## **Índice**

1. Introdução .....	3
2. O mercado de capitais norte-americano.....	6
2.1. Contextualização .....	6
2.2. A atividade de fusões e aquisições ao longo do tempo .....	6
2.3. O perfil das empresas no mercado .....	8
3. A regulação norte-americana .....	9
3.1. O sistema jurídico norte-americano .....	9
3.2. O método de criação de regulação .....	9
3.3. O sistema de regulação concorrencial .....	11
3.4. A regulação dos mercados de capitais.....	14
3.5. A regulação dos valores mobiliários .....	18
3.6. A regulação das ofertas públicas de aquisição .....	20
3.7. Em especial, a regulação do estado de Delaware.....	22
4. A regra europeia de OPA obrigatória .....	26
5. A não “opção” pela regra de oferta obrigatória .....	29
5.1. A inexistência de previsão no sistema norte-americano .....	29
5.2. As críticas à implementação da regra de OPA obrigatória na União Europeia .....	29
5.3. Uma possível justificação norte-americana.....	31
5.3.1. As particularidades de um sistema de regulação concorrencial .....	31
5.3.2. As diferentes finalidades do direito societário .....	32
5.3.3. A pressão dos lobbys e a sua capacidade legal de influência.....	33
5.3.4. A independência dos gestores.....	35
5.3.5. O papel dos acionistas .....	39
5.3.6. Os diferentes problemas de agência .....	43
5.3.7. Os diferentes contextos sociais de criação de regulação .....	44
5.3.8. A estrutura de detenção do capital.....	45
6. Conclusão.....	48
7. Bibliografia .....	50

### **Agradecimentos**

Ao Senhor Professor Jorge Brito Pereira, pela inspiração resultante das suas interessantes aulas de Mercado de Capitais e pela sua disponibilidade na orientação do caminho certo a tomar.

Ao Senhor Dr. José Carvalhal, pelos seus sábios conselhos e opiniões na revisão do meu trabalho.

À minha Mãe, que me ensinou que nada na vida é feito sem esforço, dedicação e amor.

Ao meu Pai, pela preciosa calma transmitida ao longo de todo este processo.

À minha irmã Mariana, por simplesmente existir.

Ao João, pelo exemplo de sacrifício e pela paciência.

Aos meus avós e todos os meus queridos amigos que sempre acreditaram em mim.

## **1. Introdução**

A realidade do complexo Mundo dos negócios tem-se demonstrado irrefutavelmente internacional, uma afirmação indiscutível que tem como causa primordial o conceito já bastante conhecido da globalização. Seja devido ao *boom* das tecnologias, seja pelo acesso a mais e melhor informação que levou ao aumento do nível de exigência e das necessidades sentidas pelos consumidores, a crescente globalização levou de forma invariável à internacionalização do mundo dos negócios.

Não surpreende, assim, que uma das componentes mais utilizadas pelo ser humano para a avaliação de determinado aspeto da vida seja a comparação de situações. Para além da consideração das respostas práticas dadas aos problemas que surgem, o estudo, o conhecimento e a análise de todos os conceitos e teorias que fundamentam aquelas respostas são, de forma cada vez mais recorrente, realizados por comparação entre “o que se faz cá” e “o que se faz lá fora”. Note-se que esta afirmação não encerra uma crítica ao método de formulação das respostas e das atuações, antes pelo contrário. É natural e intrínseco ao próprio ser humano que exista uma “concorrência” entre os vários Estados para que individualmente singrem nos mercados mundiais, encaradas como verdadeiras economias de interesse e de potencial investimento .

Considerando como ponto de partida a inerência desta realidade na nossa forma de pensar, não foi descabida a interrogação que me surgiu quando, numa aula de Mercado de Capitais em 2016, o Professor Jorge Brito Pereira nos referiu que “os Estados Unidos, por exemplo, não contemplam a regra de OPA obrigatória”. “Porque é que será que isto é assim?”. Desta interrogação surgiu a inspiração para o estudo do tema que aqui aprofundamos.

A discussão atinente à opção dos Estados que integram a União Europeia pela criação de uma Diretiva Comunitária que integrasse nas jurisdições dos seus Estados Membros uma regra de obrigatoriedade de lançamento de uma oferta pública de aquisição em determinadas condições foi, durante muito tempo, alvo de pormenorizado estudo e exaustiva análise, tanto antes como após a sua implementação. Com efeito, os estados-membros debateram este tema durante cerca de três décadas até que chegassem a um consenso, o qual foi alcançado a 21 de abril de 2004, com a criação de uma Diretiva Comunitária relativa a ofertas públicas de aquisição. Neste diploma estabeleceu-se, nomeadamente, uma regra de lançamento obrigatório

de oferta pública de aquisição quando se verificasse a ocorrência de determinadas circunstâncias, que a seu tempo indicaremos.

Partindo da assunção da existência desta regra nas jurisdições dos Estados Membros da União Europeia, a análise que me proponho fazer situa-se num ponto posterior da questão. A minha pretensão é a de, partindo da razão que subjaz à adoção de uma regra de obrigatoriedade de lançamento de uma oferta pública de aquisição pelos Estados Membros da União Europeia, aferir da justificação inerente à inexistência de uma regra semelhante nos Estados Unidos da América. Para o efeito, será necessário concluir acerca da praticidade e eficácia da posição tomada pelo sistema norte-americano. Para além de compreender as motivações que conduziram a diferentes tomadas de posição relativamente a este tema em diferentes sistemas jurídicos, importa ainda entender as principais consequências práticas da (in)existência de uma regra deste género, nomeadamente na eficácia e no sucesso das aquisições que existiram ao longo do tempo.

O mecanismo de obrigatoriedade de lançamento de uma oferta pública de aquisição em certas circunstâncias não foi uma opção isolada da União Europeia, ou melhor, dos Estados Membros que a compõe: existe (ainda que, por vezes, com algumas alterações) noutras jurisdições do Globo. Observando alguns exemplos, na Malásia, o oferente tem a obrigatoriedade de estender a sua oferta a todos os acionistas quando este, sozinho ou em conjunto com outros agindo para seu benefício, adquire mais de 33% da empresa ou, bem assim, quando, numa fase inicial, adquira entre 33% e 50% dos direitos de voto e, conseqüentemente, adquira adicionais 2% dos direitos de voto, no período de seis (6) meses<sup>1</sup>. Também na China<sup>2</sup> este mecanismo está previsto na lei, embora a sua aplicação esteja bastante diluída devido às várias medidas e isenções aplicáveis para travar este dever de lançamento, de modo a favorecer a praticabilidade dos negócios.

A análise do sistema norte-americano é realizada com alguma complexidade, tanto devido à diversidade e quantidade de fatores em análise, como também devido à diversidade entre as características do sistema jurídico norte-americano e do sistema europeu. De notar que quando nos propomos a caracterizar o sistema norte-americano, o foco principal de análise será a

---

<sup>1</sup> CHEN, LEE WON – Malaysia. Takeover Guide. Rehmat Lim & Partners

<sup>2</sup> CAI, Wei – The Mandatory Bid Rule in China, p. 653-680

regulação emanada pelo estado de Delaware, dado o seu lugar primordial como órgão preferencial de criação de normas reguladoras do mercado de capitais.

No contexto do estudo do mercado de valores mobiliários, mais particularmente no tema das ofertas públicas de aquisição, a apresentação de alguns indicadores comparativos entre ambos os sistemas, embora complexa, revela-se de extrema relevância para uma melhor compreensão do tema. Relembro que os Estados Unidos e a União Europeia sempre foram consideradas as duas potências económicas líderes mundiais, assumindo os respetivos mercados de capitais um enorme peso económico e exercendo as respetivas jurisdições uma enorme influência nas decisões políticas internacionais que, como sabemos, acabam, de forma invariável, por afetar as variáveis socioeconómicas no resto do Mundo.

A complexidade desta análise prende-se igualmente com o facto destas duas potências se regerem por sistemas jurídicos bastante diversos, com premissas e modos de pensar o Direito totalmente diferentes. Posto isto, a análise a realizar terá de ter em consideração, naturalmente, a sofisticação que advém desta substancial diferença, considerando ainda as enormes diferenças culturais, políticas, e bem assim históricas, que, embora tornem complexa a análise dos dados investigados, talvez ajudem a compreender a diferente opção tomada pelos legisladores de ambos os sistemas jurídicos na regulação dos mercados de capitais e das operações de aquisição de empresas, especialmente no que respeita às ofertas públicas de aquisição.

No contexto atual, com o adensar das tensões políticas sentidas a nível mundial, principalmente com o aumento das tendências de crescimento do apoio a movimentos de índole mais nacionalista, verificados tanto nos Estados Unidos da América como por toda a Europa - a relevância deste tema adquire novas vestes e justifica que seja objeto de uma maior análise e investigação. Este fator é de extrema importância, pois a disseminação e o crescimento deste género de ideologias políticas têm um impacto cada vez maior, tanto na criação de legislação protecionista<sup>3</sup>, como nos próprios quadros de administração e gestão das empresas alvo dessas medidas que, no curso das suas decisões estratégicas, tentem criar mecanismos que lhes permita evitar a regulação e o controlo apertado dos Estados. Conclui-se assim que, invariavelmente, este contexto político exerce um peso substancial e influenciador das decisões nos processos de aquisição de empresas.

---

<sup>3</sup> Veja-se a crescente criação de direitos exclusivos para nacionais.

## **2. O mercado de capitais norte-americano**

### **2.1.Contextualização**

Os Estados Unidos da América são um Estado desenvolvido, cujo sistema financeiro é reconhecido mundialmente como sendo sólido, confiável e um dos mercados de capitais mais desenvolvidos do mundo, tratando-se de um centro financeiro consolidado.

De uma perspetiva ideológica, as características essenciais do sistema financeiro norte-americano assentam, sobretudo, numa base de mercado, com uma ideologia financeiro-empresarial baseada nos valores essenciais do liberalismo, individualismo e empreendedorismo.

Vários autores<sup>4</sup> identificam duas funções primárias dos mercados de capitais de economias modernas como o norte-americano: i) a alocação das poupanças correntes dos seus utilizadores, de um determinado período, aos seus respetivos usos e ii) a facilitação de eventuais transferências de ativos, tangíveis e intangíveis, entre as várias unidades económicas, individuais e coletivas, como ainda entre os vários setores e países. Na procura pela eficiência destas duas funções, as economias modernas utilizam como principal instrumento o preço.

O mercado de capitais abrange não só as transações ocorridas em mercados organizados, i. e., os mercados de valores mobiliários e os mercados *over-the-counter*, mas também as transações de ativos financeiros não monetários por instituições financeiras, ou entre instituições financeiras e de outros sectores da economia, ou ainda entre membros de sectores não financeiros.

### **2.2. A atividade de fusões e aquisições ao longo do tempo**

O desenvolvimento da atividade de fusões e aquisições no sistema empresarial norte-americano gerou uma intensa reorganização do mercado de capitais, tanto devido à reestruturação corporativa existente, como também àquela que se assiste ao nível das próprias indústrias.

---

<sup>4</sup> GOLDSMITH, R. - The Flow of Capital Funds in the Postwar Economy, p. 12.

No final do século XIX, o nível elevado de atividade transacional empresarial norte-americana levou à agregação, em bloco, de direitos de voto dentro das diferentes indústrias<sup>5</sup>, de dimensões tão notórias ao ponto de originarem situações abusivas que punham em causa valores essenciais à sobrevivência do mercado como a livre concorrência.

Alguns autores<sup>6</sup> afirmam mesmo que a explosão, nos anos 90, de situações de compensação através de *stock options* terá tornado as equipas de gestão das empresas mais recetivas a potenciais ofertas uma vez que aquelas são instrumentos que tendem a valorizar após a conclusão de uma fusão.

Recorrendo “aos números”<sup>7</sup>, desde os anos 90, a atividade de fusões e aquisições nos Estados Unidos aumentou significativamente, quando comparada com outros países. Em 1991 identificaram-se 5.176 transações de fusões e aquisições, um número que atingiu o seu pico em 1998 com 12.847 transações. Nos anos seguintes, o número de transações diminuiu, com algumas oscilações, tendo sido registadas, em 2005, 8.179 transações<sup>8</sup>.

As principais empresas-alvo destas transações eram, tanto nos Estados Unidos (50,1%) como no Reino Unido (49,3%), as empresas privadas. Relativamente à localização das empresas-alvo, estas, na sua maioria, eram domésticas (100.285), existindo também situações em que as empresas-alvo eram estrangeiras (17.842) ou ainda outras em que as empresas adquirentes eram estrangeiras (11.925). Já relativamente à indústria em que ocorriam, na sua maioria (51%) ocorriam dentro da mesma indústria.

Relativamente às aquisições hostis, observa-se que nos Estados Unidos existiram, em 2004, 332 aquisições hostis, das quais 22% foram efetivamente realizadas ao oferente, 31% foram realizadas a um outro oferente, tendo 47% das mesmas falhado.

A atividade de fusões e aquisições tem vindo a aumentar em cada ano, tendo atingido o seu máximo no ano de 2006, antes de iniciar o seu declínio em 2007, uma tendência que se

---

<sup>5</sup> ECKBO, B. E. – Corporate Takeovers and Economic Efficiency, p. 5 refere como exemplo destes blocos *Standard Oil of New Jersey*, uma das empresas que acabou por ser responsabilizadas por atuações anti concorrenciais.

<sup>6</sup> KAHAN, M. e ROCK, E. – Symbolic Corporate Governance Politics, p. 2000

<sup>7</sup> JACKSON, G. e MIYAJIMA, H. - Varieties of Capitalism, Varieties of Markets: Mergers and Acquisitions in Japan, Germany, France, the UK and USA, p. 27

<sup>8</sup> Estes números são superiores aos de outras jurisdições: no Reino Unido verificaram-se, em 1991, 1.911 transações, tendo o seu valor máximo sido atingido em 2000 com 4.354 transações, diminuindo nos anos seguintes, registando-se em 2005 2.629 transações.

verificou não só nos Estados Unidos da América, mas também em vários países europeus, como o Reino Unido.

### **2.3. O perfil das empresas no mercado**

As empresas norte-americanas caracterizam-se por ter o seu capital acionista disperso, sendo maioritariamente propriedade de investidores passivos e geralmente desinformados, cujos direitos de nomeação e decisão são menos eficazes.

Em contraste estão as empresas da Europa Continental, que se caracterizam como tendo o seu capital acionista concentrado, o que possibilita a existência de acionistas controladores, bem como direitos de nomeação e decisão fortes, permitindo aos acionistas exercer influência direta sobre a gestão.

Relativamente à estrutura formal do governo societário, as empresas norte-americanas são caracterizadas como tendo “one-tier board structure”, i.e., um órgão de administração unitário com o poder legal de simultaneamente gerir e supervisionar a gestão da empresa, tanto de forma direta como através de comissões do conselho. Estas estruturas unitárias tendem a concentrar o poder de tomada de decisões nas mãos dos gestores.

Em contraste, as empresas da Europa Continental, fortemente influenciadas pelo direito germânico, são caracterizadas como tendo “two-tiers board structure”, i.e., dois órgãos de administração que repartem as funções de gestão e monitorização. Os poderes de monitorização são alocados a um quadro de supervisão eleito constituído por diretores não executivos que, posteriormente, designam e supervisionam conselhos de administração que incluem os principais diretores executivos responsáveis pela criação da estratégia do negócio e sua implementação<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> ARMOUR, J. [et al.] - The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders As a Class, p. 17

### **3. A regulação norte-americana**

#### **3.1. O sistema jurídico norte-americano**

Como ponto de partida, importa referir que a regulação destas matérias, no contexto norte-americano, terá de diferir do contexto europeu, na medida em que o direito praticado em ambos os territórios pertence a famílias jurídicas diferentes (relembrando claro que esta situação não se aplica ao direito praticado no Reino Unido). O sistema jurídico norte-americano, embora presente, no contexto atual, alguma autonomia, fundou-se no *common law*.

Os sistemas de *common law* pautam-se pelas poucas regras legais estabelecidas de forma prévia e codificadas, sendo o direito constituído, ao invés, por um conjunto de precedentes jurisprudenciais resultantes de uma análise casuística *a posteriori*, o que exige uma maior capacidade de atuação dos tribunais e o reconhecimento aos juízes de uma significativa discricionariedade<sup>10</sup>.

Alguns autores<sup>11</sup> concluem que um sistema legal que tenha como base o *common law* possa resultar em cenários mais *market-friendly*, conferindo, pelo menos em teoria, uma maior proteção aos investidores dada a finalidade de eficiência das suas normas legais, bem como uma maior liberdade de intervenção da função judicial num sistema em que os deveres fiduciários dos gestores são definidos amplamente.

#### **3.2. O método de criação de regulação**

O sistema de regulação norte-americano, segundo refere Viotor<sup>12</sup>, caracteriza-se pela existência de um elevado nível burocrático próprio de cada estado, procedimentos formais institucionalizados e uma apertada supervisão judicial. Não se poderá, assim, caracterizar o sistema de regulação governamental norte-americano como aquele que se reconduz a um ato público afirmativo.

A maioria da regulação surge da necessidade de mitigar existentes deficiências estruturais do mercado ou falhas na sua gestão, i.e., problemas como externalidades, assimetrias de informação, existência de determinados bens públicos que exigem regulação para o seu correto

---

<sup>10</sup> MOURA VICENTE, D. – Direito Comparado, p. 255

<sup>11</sup> POSNER, R. – Economic Analysis of Law, p. 415

<sup>12</sup> VIOTOR, R. - Government Regulation of Business, p. 25

funcionamento, a constituição de monopólios naturais e a observação de comportamentos anti concorrenciais. Segundo este Autor, a regulação tende a surgir para mitigar a excessiva concorrência doméstica e internacional e ainda para corrigir instabilidades macroeconómicas, problemas estruturais ou até reduzir a interferência política, tanto a nível local como federal.

Durante o século XX, assistiu-se à fragmentação do sistema jurídico, com a sobreposição de responsabilidades de vários órgãos, desde agências estatais e federais, aos tribunais e ao próprio Congresso, resultando num processo regulador moroso e ineficiente<sup>13</sup>.

Também a Primeira Guerra Mundial teve um enorme impacto nas relações entre o Governo e as empresas, com o exaltar da importância da coordenação da indústria nacional e a legitimação simultânea da existência de grandes grupos empresariais. Foram nesta altura aprovados dois importantes atos legislativos - o *Clayton Act* e o o *Federal Trade Commission Act*. No entanto, estes foram dos raros casos de regulação existentes nesta época.

Em 1933 foi aprovado o *Securities Act*, que veio exigir que os emitentes institucionais de novos valores mobiliários registassem todas as suas ofertas e publicassem um prospeto que seria posteriormente subscrito pelos investidores bancários, os quais ficariam responsáveis pela veracidade das informações aí prestadas, podendo ser criminalizados pela falta de veracidade das mesmas.

Em 1934 foi criada a *Securities and Exchange Commission* (“SEC”), para a execução das medidas de direito dos valores mobiliários. Esta comissão regulava o mercado dos valores mobiliários de uma forma contínua, o que, segundo McCraw<sup>14</sup>, contribuiu para que fosse considerada uma agência administrativa na matéria. Os seus poderes foram expandidos em 2002, pelo *Sarbanes-Oxley Act*, compreendendo atualmente as responsabilidades de implementar legislação de valores mobiliários, bem como investigar lacunas de direito e preenche-las. No entanto, relativamente às matérias de aquisições e ofertas públicas de aquisição, a SEC impõe apenas, de forma periódica, o cumprimento de requisitos obrigatórios para as ofertas lançadas e estabelece algumas obrigações acessórias a cumprir tanto pelos oferentes como pelas empresas-alvo.

---

<sup>13</sup> VIETOR, R. – cit. 18, p. 26

<sup>14</sup> CRAW, T. K. Mc. - *Prophets of Regulation*, p. 162-176

É defendida por alguns autores<sup>15</sup> a necessidade de criação, no contexto dos organismos existentes nos Estados Unidos da América, de um órgão similar ao *Takeover Panel* existente no Reino Unido<sup>16</sup>. Este é um órgão independente estabelecido em 1968 e cujas responsabilidades são a emissão e administração das normas respeitadas às tomadas de controlo e fusões - o *City Code on Takeovers and Mergers* - e a supervisão e regulação de tomadas de controlo. O seu principal objetivo é assegurar o tratamento justo de todos os acionistas no contexto de uma oferta de aquisição. Apesar das críticas, poderá dizer-se que as funções normalmente incumbidas a um *Takeover Panel* estão atualmente asseguradas pela *Securities and Exchange Commission*.

Vários autores como DeMott<sup>17</sup> entendem que, apesar das funções que lhe estão atribuídas, este organismo não tem em si inerente uma amplitude relevante de poderes reguladores tal, para que fosse, potencialmente, capaz de implementar uma regra de obrigatoriedade de lançamento de oferta pública tal como a conhecemos na União Europeia.

### **3.3. O sistema de regulação concorrencial**

O sistema de regulação dos estados federados caracteriza-se como sendo concorrencial<sup>18</sup>, tendo os estados federados a liberdade de produzir as suas normas de direito societário no geral, assim como, em especial, as normas de fusões e aquisições. Este sistema permite que, considerando a eficiência prática e económica das suas normas legais, cada Estado tente atrair para o seu âmbito territorial o maior número possível de empresas, através de vantagens que consiga oferecer ao estabelecer a regulação que entende nestas matérias.

A regulação das reorganizações societárias tem-se focado, essencialmente, na proteção dos gestores das empresas-alvo contra potenciais aquisições hostis, o que pode ser considerado excessivo e frequentemente feito às custas dos acionistas. Por esta razão, Thompson<sup>19</sup> e outros defendem a necessidade de criação de um sistema regulatório federal relativamente a estas matérias, nomeadamente quanto às aquisições. Para além das comuns críticas ao sistema atual,

---

<sup>15</sup> THOMPSON JR., S. - Change of Control Board: Federal Preemption of the Law Governing a Target's Directors, p. 35-36

<sup>16</sup> ARMSON, E. - Models for Takeover Dispute Resolution: Australia and UK e <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>

<sup>17</sup> DEMOTT, D. - Breach of Fiduciary Duty (...), p. 950

<sup>18</sup> BEBCHUK, L. e FERREL, A. - A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition, p. 34

<sup>19</sup> THOMPSON, S. - cit. 23 - p. 34

argumenta-se também que os custos associados à ausência de intervenção federal na regulação destas matérias são superiores aos custos de criação de um sistema federal de regulação. Outros<sup>20</sup> defendem a implementação de um sistema intermédio de regulação - *choice-enhancing* -, que consiste na existência de um conjunto opcional de normas reguladoras das aquisições e uma regra processual obrigatória segundo a qual os acionistas optariam pela aplicação, ou não, do conjunto daquelas regras.

Observando como exemplo a evolução da legislação de Delaware, o seu principal foco tem sido a criação sucessiva de medidas defensivas para munir o governo societário das empresas-alvo de instrumentos para livremente impedirem o sucesso de uma oferta pública de aquisição.

Esta tendência começou a ser apoiada contenciosamente nos anos 80, com a decisão do caso *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co.*<sup>21</sup>, na qual se estabeleceu que os mecanismos de defesa da gestão das empresas-alvo só seriam admissíveis se fossem uma resposta proporcional à ameaça sentida pela empresa-alvo. Nesta sequência, foram vários os estados federados que optaram por impor restrições às medidas ofensivas que os oferentes hostis poderiam utilizar, tendo surgido vagas de diferentes tipos de normas estatutárias - desde “*control share*”, “*business combination*”, “*fair share*” e “*disclosure statute*”<sup>22</sup> -, que dificultavam o sucesso de aquisições societárias.

Tomando como exemplo comparativo o sistema implementado no Reino Unido, pelo *British City Code* - o qual restringe a utilização de medidas defensivas pelos gestores das empresas-alvo, a menos que tenham o consentimento dos acionistas -, poderemos deduzir que o atual sistema de regulação implementado nos Estados Unidos da América, promotor da concorrência interestadual, conduz à improbabilidade de um único estado desenvolver um sistema de regulação que restrinja a utilização de táticas defensivas pelo governo societário na mesma extensão que o *British City Code* o faz.

De forma particular, o sistema atual de regulação concorrencial tem conduzido à produção sistemática de normas que protegem, de forma excessiva, a equipa de gestão das empresas-alvo, nomeadamente contra aquisições, deixando assim de se poder considerar este facto como um mero incidente do sistema, mas sim evidência de um processo sistematicamente tendencioso.

---

<sup>20</sup> BEBCHUK, L. e FERREL, A. – cit. 16, p. 35

<sup>21</sup> *Unocal v. Mesa Petroleum Co.* – 493 A.2d 946

<sup>22</sup> MATHESON, J. [et al.] – Shareholder Rights and Legislative Wrongs: Toward Balanced Takeover Legislation, p. 1439

Não bastante, podemos ainda considerar o sistema imperfeito dada a posição dominante de Delaware na regulação destas matérias e as desvantagens associadas que põe em causa a própria característica concorrencial do sistema.

Em teoria, um sistema concorrencial apresenta vantagens, como a tendente convergência do direito societário estadual e a maximização de riqueza dos acionistas, uma vez que os Estados produzem regras o mais atrativas possível e considerando tanto o momento de entrada da empresa, como a sua manutenção e posterior e eventual saída. No entanto, as desvantagens evidenciam-se nas restrições excessivas impostas aos acionistas a nível estadual, que resultam dos incentivos criados pelo sistema concorrencial em legislar a favor dos interesses dos gestores, estando o principal problema no facto de os alvos dos incentivos serem os gestores e não os acionistas. Bebchuck<sup>23</sup> justifica-nos esta tendência pelo facto de, na dinâmica da empresa norte-americana, serem os gestores os responsáveis pelo controlo das decisões substanciais e, de forma particularmente relevante, das decisões de reincorporação uma vez que são estes que as propõem aos acionistas, tendo, em muitas das situações, também o controlo da própria decisão. Importa ainda referir que, quando está em causa uma aquisição, o estado relevante para a determinação das regras aplicáveis é aquele em que a entidade a ser adquirida está incorporada. Assim, logicamente, quanto mais satisfeitos os gerentes estiverem relativamente às regras corporativas aplicáveis num estado, mais facilmente esse estado será bem-sucedido na maximização do número de empresas nele sediadas.

A maximização do interesse dos gerentes não é *per se* um problema, mas a situação complica-se porque os interesses dos acionistas e dos gestores não estão, na maior parte das vezes, alinhados, o que se evidencia numa situação de potencial aquisição da empresa. Isto porque, aquando de uma aquisição, os gestores da empresa-alvo enfrentam a forte probabilidade de serem dispensados e substituídos por outro conselho de administração, tendo os acionistas, por sua vez, acesso a benefícios privados de controlo.

A própria evolução histórica do sistema de regulação norte-americano, no que concerne à matéria de aquisições, demonstra que os legisladores de cada estado são mais determinados na imposição de restrições às aquisições do que o legislador federal. Neste contexto, ao longo dos últimos anos, os vários estados têm sido pioneiros na criação de normas que permitem resgatar os gestores incumbentes das empresas-alvo de ofertas indesejadas, enquanto a lei federal, por

---

<sup>23</sup> BEBCHUK, L. e FERREL, A. – cit. 22, p. 32

outro lado, tenta apenas criar regras atinentes à própria venda da empresa e não relativamente aos seus agentes.

### **3.4. A regulação dos mercados de capitais**

A regulação federal iniciou-se com a criação de algumas normas isoladas de direito dos valores mobiliários, seguidas de aprovação do *Securities and Exchange Act* (“SEA”) em 1934 e do *Williams Act* em 1968.

Após a aprovação do SEA, o qual estabeleceu as regras de *proxy* e constituiu a SEC, três desenvolvimentos económicos de mercado tiveram uma especial relevância, sendo estes referidos por Armour<sup>24</sup> como sendo: i) a emergência de investidores institucionais com intenção de curto prazo e cuja participação cresceu constantemente entre as décadas de 60 e 80, ii) a depressão do mercado de valor das ações das empresas norte-americanas relativamente ao valor dos seus ativos, o que fazia com que adquirir o controlo de uma empresa na bolsa de valores fosse mais barato do que comprar os ativos da empresa diretamente e ainda, iii) a disponibilidade imediata do capital de investimento que, na altura, era dívida subordinada, sem garantia e com juros elevados.

Mais tarde, o *Williams Act* pretendeu emendar alguns detalhes de regulação previamente estabelecidos, legislar sobre transações que envolvessem situações de controlo e ainda regular a informação necessária a ser divulgada, tanto das transações como das ofertas em si. Este ato surgiu como resposta à situação de abuso das ofertas públicas feitas a preços altos e por curtos períodos, o que originava desconforto aos acionistas que pensavam que se não agissem de forma rápida as suas ações tornar-se-iam ilíquidas e vulneráveis a uma fusão com *squeeze-out* a um baixo preço. Esta situação impelia-os a tomar uma decisão tão rápida que não dava tempo para que o conselho de administração da empresa-alvo tomasse medidas defensivas.

Apesar dos objetivos visados, não foi contemplada a regulação de qualquer tipo de lançamento obrigatório de oferta, pelo que esta foi deixada aos estados federados, nomeadamente aos seus tribunais. Sendo o estado de Delaware aquele que incorpora mais entidades, acaba também por ser aquele que mais legisla sobre a matéria, fazendo-o numa proximidade caso-a-caso. Embora não tenha existido intenção de regular deliberadamente a

---

<sup>24</sup> ARMOUR, J. [et al.] – The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework, p. 221-284

utilização de medidas defensivas, este tema foi abordado pelos vários estados, tendo os legisladores adotado estatutos *anti-takeover*. Todavia, estes foram designados para aumentar, em vez de restringir, o poder dos gestores das empresas-alvo. O vazio de poder e regulação federais levou a que a SEC não tivesse poder para regular estas matérias.

Todos os pormenores que consubstanciam e envolvem uma aquisição necessitam de regulação pormenorizada, como, por exemplo, a resolução de conflitos internacionais, a definição do conteúdo dos deveres fiduciários dos gestores, a concretização das ações na esfera de atuação da administração e dos acionistas e a identificação das medidas defensivas na esfera de atuação dos gestores aquando de uma oferta pública de aquisição.

No sistema legal norte-americano, também as matérias dividem a regulação numa posição dualista, separando-se entre o *corporate law* - direito societário - e o *securities law* - direito dos valores mobiliários -.

A separação destas matérias estabeleceu-se em 1977 com o caso *Santa Fe Industries v. Green*. A entidade *Green* detinha uma posição minoritária na *Kirby Lumber*, entidade localizada em Delaware cuja participação maioritária (cerca de 95%) era detida pela *Santa Fe Industries*. Estas ações foram avaliadas por um banco de investimento em \$125 e a *Santa Fe Industries* ofereceu \$150 pelas ações restantes na posse de acionistas minoritários. Na sequência desta oferta, *Green* apresentou uma queixa de fraude no âmbito do direito dos valores mobiliários contra *Santa Fe Industries*, junto do tribunal federal, com base no alegado incumprimento, por parte dos gerentes da *Kirby Lumber*, dos seus deveres fiduciários ao não assegurarem o valor real das ações, argumentando que avaliação feita às ações era bastante inferior ao seu valor real. O *Supreme Court* considerou a questão apresentada dentro do âmbito de regulação de cada estado federado por dizer respeito a um assunto interno da empresa, argumentando que o direito federal dos valores mobiliários regulava apenas a questão da divulgação da informação.

Esta decisão permitiu, em grande medida, legitimar o estabelecimento do estado de Delaware como principal criador de direito societário, sendo referenciada como um marco importante no desenvolvimento de soluções legais e políticas estabelecidas relativamente a acionistas minoritários. Adicionalmente, desenvolveu-se o papel do estado de Delaware como regulador de matérias de direito societário, revertendo-se a tendência que começava a intensificar-se de um sistema federal de direito societário.

Esta regra foi sendo cada vez mais utilizada por acionistas minoritários que acreditavam ter sido injustamente excluídos de benefícios corporativos, sendo a sua aplicação de tal modo alargada que se tornou fonte independente de direito societário. No entanto, posteriormente, foi alvo de limitações à sua utilização de modo a evitar o seu uso abusivo.

No sistema de regulação atual encontram-se em confronto, por um lado, a alteração do foco do contencioso societário da proteção dos direitos dos acionistas minoritários para a prevenção de fraudes substanciais<sup>25</sup> - um tema mais relacionado com o direito dos valores mobiliários -, por outro, a intervenção cada vez mais recorrente do estado de Delaware em disputas relacionadas com *corporate governance*. No entanto, tem existido uma tendência de aproximação das matérias, o que poderá possibilitar a restrição do âmbito de atuação do estado de Delaware na regulação da atividade das empresas públicas.

Armour<sup>26</sup> defende que o principal problema do sistema de regulação concorrencial norte-americano prende-se com o facto do estado de Delaware ter assumido uma posição dominante na criação de regulação destes temas. Na verdade, Delaware primou pela criação de regulação concreta deste tipo de transações devido, essencialmente, à sua intenção de atrair o maior número de empresas bem-sucedidas para o seu território<sup>27</sup> e, de forma consequente, obter a respetiva receita fiscal associada<sup>28</sup>.

Sendo que o sistema de regulação estadual norte-americano utiliza como elemento de conexão de aplicação das suas regras de resolução de conflitos, quando relativas aos assuntos internos de uma empresa, o “local de incorporação da empresa”, todas as questões levantadas relativamente ao *corporate governance* de uma empresa serão, à partida, resolvidas pela lei do estado onde as empresas estão incorporadas<sup>29</sup>.

A generalidade dos estados permite que as empresas migrem internamente de um estado federado para outro, possibilitando até a redomiciliação numa jurisdição estrangeira, sendo os custos associados a estes processos de reincorporação baixos. Assim se compreende o elevado número de empresas que escolhem ser reincorporadas em Delaware para beneficiar das

---

<sup>25</sup> Por exemplo, os casos Enron e WorldCom

<sup>26</sup> ARMOUR, J. – Who Should Make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition, p.10

<sup>27</sup> ESTY e GERARDIN - Regulatory Competition and Economic Integration, p. 209-213

<sup>28</sup> CARY, W. L. - Federalism and Corporate Law: Reflections on Delaware, p. 663-664; ROMANO, R. - The Genius of American Corporate Law, p. 15-16; KAHAN, M. e KAMAR, E. - The Myth of State Competition in Corporate Law, p. 687-94

<sup>29</sup> DRURY, R. - A European Look at the American Experience of the Delaware Syndrome

vantagens que este estado oferece<sup>30</sup>. Ainda para mais, sendo Delaware um estado de pequena dimensão e cuja receita se baseia no rendimento que consegue obter com a coleta de impostos, é natural que ao regular esteja mais do que disposto a satisfazer os interesses daqueles que decidem a reincorporação das empresas num determinado estado - os gestores.

Ademais, vários estudos concluíram que a reincorporação de uma empresa neste estado tinha um impacto positivo no preço das suas ações, o que sugere que o mercado vê o movimento de reincorporação de uma empresa para o estado de Delaware como potenciador de valor das suas ações. Esta crescente relevância do estado de Delaware resultou, de forma recíproca, no desenvolvimento das características do próprio sistema judicial estadual, com crescente qualidade, conhecimento ímpar e aumentando também a capacidade de emanar regulação *business-friendly*. Da mesma forma, o desenvolvimento do seu poder judicial ao longo dos anos, permitiu a composição de um conjunto de precedentes que reforçaram a assertividade e segurança das regras legais e a disponibilidade e qualidade do aconselhamento legal prestado por profissionais especializados de Delaware<sup>31</sup>.

Não será difícil entender que a qualidade do sistema judicial em que atuam seja, para as empresas, no momento da decisão do local para a sua incorporação, um fator tão ou mais importante quanto a flexibilidade das normas estabelecidas no código corporativo pelo qual a sua atividade se irá regular.

No entanto, continua a existir um problema de agência nesta situação, dado que, sendo a reincorporação da empresa uma decisão que cabe aos gestores, estes vão, de forma natural, fazer tender a sua decisão para o estado cuja lei favoreça mais os seus próprios interesses, como o é a legislação do estado de Delaware, não tendo os principais alvos das consequências inerentes a esta decisão - os acionistas - oportunidade de defender o seu ponto de vista. Bebchuck<sup>32</sup> alega que devido ao facto de os acionistas não terem controlo sobre a decisão de reincorporação da empresa, a escolha é, provavelmente, feita a favor da jurisdição que reforça o conselho de administração e não aquela que maximiza o valor da empresa. Na maior parte dos estados federados, a reincorporação é decidida por maioria simples em reunião geral, depois de proposta pelo conselho de administração. Num ambiente em que o controlo do capital está

---

<sup>30</sup> ROMANO, R. - Law as Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle, p. 225-244; ALVA, C. - Delaware and the Market for Corporate Charters: History and Agency, p. 885-887.

<sup>31</sup> MACEY, J. e MILLER, G. P. - Toward an Interest-group Theory of Delaware Corporate Law, p. 469-472 e DAINES, R. - The Incorporation Choices of IPO Firms, p. 1559

<sup>32</sup> ARMOUR, John – cit. 39, p.17

disperso, uma maioria simples acaba por ser um limite muito pequeno que possibilite a ultrapassagem do problema de agência entre acionistas e gestores<sup>33</sup>.

Os próprios agentes de mercado, que serão os gestores, ao exercer os seus poderes de gestão, consolidam e definem os mercados e a sua regulação. No entanto, também a crescente internacionalização dos negócios, a intensa pressão da concorrência global e até mesmo os escândalos corporativos que põe a descoberto necessidades gritantes de regulação influenciam as medidas de *corporate governance* adotadas. Como referem Humphery-Jenner e Powell<sup>34</sup>, o próprio mercado de capitais, quando bem desenvolvido e em bom funcionamento é, *per se*, um instrumento disciplinador da performance dos gestores das empresas e um efetivo mecanismo de disciplina, v.g. os *bad bidders* apresentam uma maior probabilidade de, posteriormente, eles próprios serem alvo de uma aquisição<sup>35</sup>.

### **3.5. A regulação dos valores mobiliários**

O *Securities Act* foi aprovado tendo como principais objetivos assegurar maior transparência das informações financeiras divulgadas aos investidores antes de uma tomada de decisão e estabelecer regras preventivas de ações abusivas e fraudulentas no mercado de valores mobiliários. O seu foco principal foram os mercados primários, i.e., as transações entre investidores e empresas emitentes, sendo dado especial ênfase ao objetivo de assegurar a divulgação de toda a informação relevante dos valores mobiliários publicamente oferecidos.

O *Securities Exchange Act*, por sua vez, teve como foco principal os mercados secundários, i.e., as transações entre terceiros, por forma a garantir que as partes envolvidas atuassem nos interesses dos investidores. Foi ainda este ato que criou a *Securities and Exchange Commission* (“SEC”), uma comissão constituída para a proteção dos investidores, ao manter os mercados justos, ordenados e eficientes e, simultaneamente, para facilitar a formação de capital para que, conjuntamente, se promovesse um ambiente de mercado digno da confiança pública. Esta comissão é formada por cinco comissários, cada um deles nomeado individualmente pelo Presidente dos Estados Unidos da América em funções, juntamente com o aconselhamento e

---

<sup>33</sup> BEBCHUK, L.A. - Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law, p. 1459-61

<sup>34</sup> HUMPHERY-JENNER, M. L. [et al.] – Firm Size, Takeover Profitability, and the Effectiveness of the Market for Corporate Control: Does the Absence of anti-takeover Provisions Make a Difference?, p.15

<sup>35</sup> MITCHELL, M. e LEHN, K. – Do Bad Bidders Become Good Targets?, p. 372-398

consentimento do Senado. O mandato de cada comissário tem a duração de cinco anos, cada um deles iniciando e terminando o seu mandato em diferentes anos. Adicionalmente, para assegurar que esta Comissão se mantenha não-partidária, é exigido que haja um limite de três ao número de comissários do mesmo partido político.

Mais tarde, em 1938, foi aprovado o *Maloney Act*, com o objetivo de criar regras para as transações de valores mobiliários nos mercados secundários, assim como para as trocas em geral, de modo a que o investimento público se encontrasse protegido. Adicionalmente, aquele estendeu a jurisdição da SEC para a regulação dos mercados *over-the-counter* (“OTC”).

Não obstante, posteriormente, os legisladores concentraram-se nouro tipo de problemas relevantes com os que os mercados se defrontavam que não estavam diretamente relacionados com direito dos valores mobiliários. Neste contexto, surgiu a necessidade de resposta a sucessivos casos de suborno de funcionários públicos estrangeiros em razão dos interesses empresariais norte-americanos que, por razões económicas e morais, implicavam uma má visibilidade internacional dos norte-americanos, e que obrigou o Governo norte-americano a agir. Referindo de forma breve, foi aprovado, em 1977, o *Foreign Corrupt Practices Act*, o qual permitiu aos norte-americanos seguirem sozinhos, ainda que por pouco tempo, na liderança da iniciativa legislativa da criminalização da corrupção.

Mais tarde, os Estados Unidos da América aprovaram, em 2002, o *Sarbannes-Oxley Act*, estabelecendo a importância dos deveres profissionais dos agentes empresariais e do conceito de integridade financeira, com o objetivo de restaurar a confiança dos investidores nos mercados. Ainda neste sentido, foi criada a *Public Company Accounting Oversight Board*, uma comissão responsável pela revisão das regras de independência dos auditores, da definição dos parâmetros de *corporate governance* e da criação de sanções criminais pelo incumprimento de regras estabelecidas para a troca de valores mobiliários.

Vemos assim que, mais do que concentrados na criação de legislação de regulação dos valores mobiliários e dos mercados em que estes se transacionavam, existiu uma maior preocupação dos legisladores norte-americanos em direcionar esforços para o combate de situações abusivas que iam surgindo.

### **3.6. A regulação das ofertas públicas de aquisição**

A maior parte da regulação das ofertas públicas de aquisição surgiu de forma tardia. Embora as decisões de casos paradigmáticos remontem a 1985 - como por exemplo o caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum* -, existia um clima de incerteza relativamente ao âmbito de aplicação da jurisprudência<sup>37</sup>.

O caso *Paramount Communications, Inc. v. Time*<sup>38</sup> é apontado por alguns como o momento de clareza judicial acerca da aplicação destas matérias, no qual ficou estabelecido que o conselho de administração de uma empresa tem o poder de decidir o uso, ou não, de medidas defensivas aquando de uma oferta pública de aquisição.

Outros autores consideram este momento a decisão do caso *Unitrin v. American General Corporation*<sup>39</sup>, na qual se estabeleceu que, para além do conselho de administração ter o direito de utilizar uma medida defensiva contra uma oferta pública de aquisição, não necessita, para tal, da aprovação dos acionistas. A justificação casuística apresentada pelos gestores para não terem sequer apresentado a oferta aos acionistas foi a consideração destes como não estando numa posição de informação e clareza tal que possibilitasse a avaliação adequada das condições da oferta.

O certo é que o direito societário só se debruçou sobre as aquisições aquando da proliferação de aquisições hostis na década de 80, utilizadas pelos oferentes como instrumento de otimização, desmantelando as empresas-alvo e fazendo com que a estrutura de gestão acabasse por perder tanto os benefícios privados de controlo como os seus trabalhos, tornando-se os principais prejudicados das operações. Estes juntaram-se então para exercer pressão sobre os reguladores estatais para a legitimação do uso de medidas defensivas com independência do poder acionista.

A regulação destas matérias levantou duas questões, discutidas em particular no estado de Delaware: i) saber se o poder de decisão numa aquisição deveria estar nos acionistas ou nos

---

<sup>37</sup> GILSON, R. e KRAAKMAN, R. – Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?, p. 247

<sup>38</sup> Acórdão 571 A2d 1140 (Delaware 1989)

<sup>39</sup> Acórdão 652 A2d 1384 (Delaware 1995)

gestores e ii) qual dos poderes estatais - executivo, legislativo ou judicial – deveria decidir a primeira questão.

Relativamente à primeira questão, estabeleceram-se posições contraditórias. De um lado, defendia-se que, sendo a aquisição uma transação entre o oferente e os acionistas da empresa-alvo, os gestores não deveriam ter qualquer tipo de intervenção na decisão. De outro, defendia-se que a decisão deveria ser tomada precisamente pelos gestores visto que estes eram os responsáveis pelas decisões de gestão da empresa.

A resolução de ambas as questões ficou estabelecida em 1985 com a decisão do caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* O tribunal argumentou que, considerando o tema em questão relacionado com os deveres fiduciários dos gestores incumbentes, seriam estes, no âmbito de uma aquisição hostil, os responsáveis por travar a aquisição caso considerassem existir razão para ver a oferta como uma ameaça à política corporativa e aos interesses dos acionistas. Assim, os gestores deveriam ter não só o poder, mas o dever, de se interpor entre o oferente e os acionistas, adotando, quando necessário, as necessárias e proporcionais medidas defensivas à proteção dos interesses da empresa.

É importante notar ainda que o próprio poder político não tinha interesse em legislar sobre estas matérias, tendo sido os legisladores subordinados – i.e., os legisladores de cada estado federado - os responsáveis por providenciar novas soluções legais como resposta às inúmeras ofertas públicas de aquisição que se sucederam, apresentando cada estado federado, também por esta razão, uma identidade reguladora própria com diferenciadas soluções legais.

Tendo em conta, por um lado, a iniciativa do poder judicial de Delaware, por outro, a ausência de iniciativa legislativa federal e a diminuta capacidade legislativa dos estados federados, a regulação destas matérias acaba por evidenciar a relevância tanto do poder judicial de Delaware na resolução de disputas negociais, como da influência dos investidores institucionais no *corporate governance*.

As alterações legislativas como, por exemplo, o *Williams Act*, ocorreram como resposta à forte onda de aquisições hostis nas décadas de 50 e 60, que resultaram na demissão de altos quadros, no despedimento de inúmeros trabalhadores e na destruição dos seus sindicatos e das comunidades legais envolventes. No entanto, não foram mais longe do que a regulação genérica das aquisições, pelo que a necessária regulação das suas especificidades recaiu sob a alçada do poder judicial, o qual acabou por ficar responsável pelo preenchimento do vazio legal deixado

pela inércia do poder legislativo. Os tribunais tornaram-se, assim, os reguladores destas matérias por defeito, jurisprudencialmente apoiados pelo caso *Santa Fe Industries, Inc v. Green*, decisão que estabeleceu a justiça substantiva da conduta de um agente fiduciário como uma preocupação de direito estadual, reforçando a posição dos tribunais de cada estado na regulação destas matérias, caso a caso e *a posteriori*, i.e., sempre e apenas se chamados a resolver uma situação concreta.

As várias decisões jurisprudenciais estaduais e as ondas de regulação das décadas de 80 e 90 resultaram numa diminuição drástica de aquisições hostis, particularmente na década de 90<sup>40</sup>. Concluímos, assim, que a vantagem conferida pelo sistema norte-americano às equipas de gestão das empresas-alvo, no contexto de uma oferta pública de aquisição, se deveu não tanto à pressão dos gestores sobre os reguladores estatais, mas principalmente ao sistema de regulação concorrencial, o qual conduziu a uma guerra entre estados pela criação das regras mais favoráveis àqueles que têm a última palavra quando se trata de escolher o local de incorporação da empresa, os gestores.

Relativamente aos procedimentos a considerar num processo de aquisição, as empresas norte-americanas interagem com diversas autoridades reguladoras. As empresas devem comunicar o processo à *Federal Trade Commission* e ao *Department of Justice* para obterem aprovação prévia do negócio, de modo a assegurar que a transação pretendida não viola normas *antitrust*. É também necessária a comunicação do negócio à SEC para que seja confirmado o cumprimento de todas as normas de direito dos valores mobiliários, sendo ainda exigida a comunicação do negócio à *Internal Revenue Service* para o seu tratamento fiscal adequado.

### **3.7. Em especial, a regulação do estado de Delaware**

Como já referido, as normas reguladoras da atividade transacional norte-americana têm sido largamente desenvolvidas através do direito resultante da jurisprudência dos tribunais de Delaware. Isto porque, estando a maioria das empresas norte-americanas incorporadas no estado de Delaware<sup>41</sup> e sendo o estado de incorporação das empresas o responsável pela

---

<sup>40</sup> Comparando o número de aquisições hostis ocorridas nos anos 80 e 90, observamos que nesta última década as mesmas diminuíram cerca de 2/3.

<sup>41</sup> SAULSBURY IV, Ibet O. "Chip" – The Availability of Takeover Defenses and Deal Protection Devices for Anglo-american Target Companies, p. 124

regulação dos deveres fiduciários dos seus gestores, a legislação e jurisprudência de Delaware tornaram-se as mais importantes fontes de regulação destas matérias.

Embora a SEC seja responsável pela regulação das ofertas de aquisição, o seu foco essencial é a regulação da divulgação de informação neste contexto e não o conteúdo das decisões tomadas pelo conselho de administração. A fonte primária de regulação do processo de decisão dos gestores alvo de um processo de aquisição nasce das decisões dos tribunais de Delaware pois integra a matéria dos deveres fiduciários dos gestores relativamente à empresa e aos próprios acionistas. Assim, durante um processo de aquisição, os gestores da empresa-alvo têm um dever fiduciário de cuidado relativo aos acionistas e à própria empresa, sendo o seu conteúdo regulado pela lei de Delaware e pela jurisprudência dos seus tribunais.

Importa relevar o *Delaware Court of Chancery*, o mais eficiente árbitro em questões de direito societário, tanto devido à frequência com que os seus membros reveem as matérias, como pela experiência e formação na área necessárias para se alcançar um lugar neste tribunal arbitral. Não são apenas as decisões últimas de um caso que influenciam o direito societário, mas também as opiniões individuais de cada juiz que interveio na decisão, as quais, através da crítica da má atuação de gestores, criam um guia de conduta para os gestores na administração de empresas.

A lei substantiva norte-americana confere, na sua generalidade, uma elevada autonomia aos gestores relativamente ao poder de decisão acerca da adequação, ou não, da oferta pública de aquisição, permitindo que estes considerem inúmeros fatores envolventes do negócio na determinação da oferta como adequada ao melhor interesse da empresa e, bem assim, dos acionistas. Comparando com a lei substantiva dos Estados Membros da União Europeia, o direito comum praticado em Delaware apresenta-se bastante mais maleável<sup>42</sup>.

De acordo com Strine, Jr.<sup>43</sup>, as grandes empresas públicas norte-americanas optam pelo estado de Delaware de forma consciente, principalmente pela flexibilidade do seu sistema que permite que os órgãos de gestão estruturam as transações empresariais da forma mais adequada, aperfeiçoando-as às circunstâncias específicas da empresa. Esta flexibilidade pode, em teoria,

---

<sup>42</sup> Comparamos com as normas substantivas existentes no *Takeover Code* aplicável no Reino Unido.

<sup>43</sup> STRINE Jr., L. - Delaware's Corporate Law System: Is Corporate America Buying an Exquisite Jewel or a Diamond In the Rough? A Response to Kahan & Kamar's Price Discrimination in the Market of Corporate Law, p. 1257-1263.

revelar que as normas substantivas dos estados federados permitem, aquando da venda de uma empresa, adicionar valor à mesma e aos seus acionistas.

Observando as normas substantivas de Delaware, é exigido que os gestores aprovelem as operações transacionais de fusão. A *section 251* da DGCL exige que o conselho de administração adote uma resolução de aprovação do acordo de fusão e que declare o cumprimento dos requisitos de conveniência da mesma, independentemente da aprovação, ou não, dos acionistas por maioria de voto. É também exigido aos gestores a divulgação da informação contextual da transação, do processo de maximização do valor na venda e a justificação de aprovação da transação como sendo materialmente acertada e completa.

Não foi conferido nenhum papel estatutário ao conselho de administração das empresas para que este responda a uma oferta pública de aquisição. No entanto, o Direito de valores mobiliários de Delaware confere aos gestores das empresas-alvo um conjunto de deveres fiduciários no contexto de uma oferta de aquisição hostil<sup>44</sup>, tanto relativamente à empresa, como aos seus acionistas. Mesmo no cumprimento destes deveres, o *Supreme Court* de Delaware conferiu proteção aos gestores na tomada das decisões, ao permitir a aplicação de uma *business judgement rule*, infra explanada.

Autores<sup>45</sup> sugerem que as vantagens da jurisdição do estado de Delaware resultam da forma como a adjudicação é feita, i.e., pela qualidade, conhecimento especializado e ambiente favorável ao negócio que o seu sistema judiciário viabiliza, apostando em normas relativamente flexíveis quando tratam destes temas<sup>46</sup>.

Em Delaware o direito societário incorporado é mais extenso do que em qualquer outro estado, tanto relativamente ao direito societário geral como, de forma particular, à matéria de reorganizações societárias. No entanto, este não é o estado em que as normas reguladoras são mais severas e protetoras dos interesses dos gestores (v.g. o estado de Pennsylvania apresenta maior inflexibilidade).

É ainda em Delaware que as empresas aí constituídas apresentam os mais elevados valores do mercado. Neste sentido, não é de espantar que sejam estas que recebem mais ofertas,

---

<sup>44</sup> V.g., a regra 14e-2 prevista no *Securities and Exchange Act* de 1934, criada para prevenir práticas fraudulentas, decetivas ou manipuladoras

<sup>45</sup> ARMOUR, J. – cit. 39 – p. 22

<sup>46</sup> ROMANO, R. – cit. 43, p. 39-40; KAHAN, M. - *The Demand for Corporate Law: Statutory Flexibility, Judicial Quality or Takeover Protection*, p. 26

apresentando maiores probabilidades de ser adquiridas. Alguns autores mais entusiastas do direito de Delaware defendem a conexão entre estes factos, concluindo que se estar instituída neste estado aumenta o valor das empresas e o valor gerado para os acionistas, deve-se, em grande parte, às menores restrições legais de Delaware na matéria das aquisições. Nem todos os autores tendem a concordar com esta conclusão.

#### **4. A regra europeia de OPA obrigatória**

Em primeiro lugar, importa referir que a regra de OPA obrigatória que ora analisamos consiste num mecanismo que se impõe quando o oferente demonstra a sua intenção e avança formalmente no sentido de comprar um determinado número de ações de uma empresa e conseqüentemente incorre na posição de adquirir o seu controlo, sendo que, neste caso, é obrigado a lançar uma oferta sobre as ações remanescentes<sup>47</sup>.

Como referem alguns autores, a escolha de considerar, na regulação das ofertas públicas de aquisição, uma regra de obrigatoriedade de lançamento de uma oferta pública de aquisição pode ser vista, em termos teóricos, como uma opção/diretriz no modo de encarar a regulação do tema.

O objetivo de implementar uma regra de obrigatoriedade de lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição visa essencialmente a proteção dos acionistas minoritários de potenciais compradores oportunistas cuja pretensão é a de controlar a empresa para a extração de elevados benefícios privados de controlo - ao invés do aumento dos fluxos de rendimento -, assim como prevenir a expropriação da empresa por um bloco acionista controlador<sup>48</sup>. O argumento em que a União Europeia se escuda é a consideração desta medida como sendo eficiente, uma vez que previne a redução de valor para o acionista que advém da transferência de controlo, reduzindo assim o custo de capital próprio da empresa adquirida. Esta regra pode ainda ser vista como uma forma de substituir ineficientes quadros de gestão e alocar ativos corporativos a melhores finalidades.

De notar que esta regra de OPA obrigatória se aplica em situações em que já houve o lançamento de uma oferta pública de aquisição, mas a entidade oferente pretende adquirir o controlo da entidade visada.

Primeiramente, a regra foi adotada pela União Europeia como um princípio genérico, através da sua consagração na Diretiva Europeia 2004/25/CE. Com a sua implementação, exigiu-se a transposição das suas normas para todas as jurisdições dos Estados Membros da União Europeia. Segundo esta regra, sempre que uma oferta ultrapasse os limites máximos estabelecidos para a cumulação de partes sociais, torna-se obrigatório o lançamento da oferta

---

<sup>47</sup> BRITO PEREIRA, Jorge – A OPA Obrigatória – p. 335

<sup>48</sup> Diretiva 2004/25/CE

para a totalidade das ações da empresa visada. De notar que os limites máximos que despoletam o acionamento desta regra são deixados na esfera de liberdade de determinação de cada Estado Membro, os quais os estabelecem conforme entendem.

Provindo de regulamentação da União Europeia, era esperado que o objetivo de promoção de harmonização entre os vários Estados Membros fosse alcançado. No entanto, decorrendo a regra de uma Diretiva Europeia que necessita de transposição para a legislação de cada Estado, e permitindo que seja cada Estado Membro a estabelecer os limites máximos de controlo que despoletam a aplicação da regra, o objetivo de harmonização não foi alcançado. Aliás, na execução da transposição desta Diretiva Europeia para a jurisdição de cada Estado, destacam-se dois aspetos essenciais acerca dos quais as várias jurisdições nacionais não conseguiram acordar: a definição do limite de controlo que aciona a regra de OPA obrigatória e a definição das medidas de determinação do preço a que deve ser feita a oferta obrigatória.

Relativamente à questão de fixação do limite máximo de controlo acima do qual se exige a aplicação da regra de lançamento obrigatório de uma oferta pública de aquisição, as diferenças são bastante díspares, por exemplo, um limite de 30% no Reino Unido<sup>49</sup>, 50% em Portugal, 54,5% em Itália ou 67% na Finlândia.

Quanto à definição de medidas de determinação do preço da oferta pública de aquisição obrigatória, a Diretiva Europeia refere apenas o termo *equitable*, pelo que os vários Estados Membros têm optado por uma de duas abordagens, ora estabelecendo que o preço seja equivalente ao valor mais elevado das ações nos 12 (doze) meses anteriores ao momento de determinação do preço, ora a utilização de um mecanismo de ajuste na determinação do preço que reduza os custos da oferta obrigatória. Numa “normal” oferta pública de aquisição, o preço a que as ações são transacionadas é normalmente acima do preço de mercado, embora naturalmente calculado tendo como base considerações de mercado publicamente conhecidas e que estão disponíveis, pelo menos teoricamente, a todos os acionistas. Entende-se, assim, que relativamente a este tema, a principal preocupação seja a de não existir discriminação no preço pago aos acionistas a quem foi lançada a oferta em primeiro lugar, quando comparado ao preço pago aos restantes acionistas que são posteriormente alvos de oferta obrigatória.

A principal vantagem da regra de OPA obrigatória está em permitir assegurar que a venda do controlo da empresa aconteça apenas se o oferente for capaz de criar suficiente valor

---

<sup>49</sup> O Reino Unido foi dos primeiros países a adotar a regra de OPA obrigatória.

acrescentado - isto é, fluxos de rendimento - que compense o aumentado custo de aquisição que decorre da obrigatoriedade de lançamento de uma OPA a todos os acionistas. Por outras palavras, a regra de OPA obrigatória visa evitar que as aquisições sejam realizadas apenas com o intuito de extrair maiores benefícios privados de controlo para os acionistas maioritários.

As iniciativas de harmonização reduziram substancialmente as diferenças existentes entre os Estados Membros, pelo menos quando se compara esta situação com as diferenças existentes entre as leis corporativas de cada estado federado no momento em que Delaware cresceu e assumiu uma posição de domínio no quadro regulamentar<sup>50</sup>.

Uma das principais razões pelas quais os Estados Membros da União Europeia não têm um sistema de regulação concorrencial como o existente nos Estados Unidos está no facto de na União Europeia não estarem reunidas as mesmas condições legais e contextuais que ali se observam existir. Por exemplo, o direito da União Europeia proíbe que os Estados Membros adquiram mais receitas provenientes de impostos com a reincorporação de empresas, uma vez que aloca a aquisição de receitas de imposto sobre as empresas à jurisdição nacional onde a empresa tenha a sua presença física, concreta e real<sup>51</sup>. Não estão, assim, reunidos os incentivos necessários para que as jurisdições europeias tenham um real interesse em legislar de forma diferente, pelo que é natural que existam diferenças substanciais entre os sistemas regulatórios e contextuais existentes na União Europeia e nos Estados Unidos.

---

<sup>50</sup> CHEFFINS, B. R. - *Company Law: Theory, Structure and Operation*, p. 126-262

<sup>51</sup> Art. 2, nº 1 e nº 10 da Diretiva do Conselho 69/335/EEC (1996) proíbe a sujeição de impostos ou a dedução de custos inferiores para a formação ou registo de uma empresa, exceto no caso de mais-valias cobradas no país onde a empresa tem o seu centro de gestão.

## **5. A não “opção” pela regra de oferta obrigatória**

### **5.1. A inexistência de previsão no sistema norte-americano**

No escopo do direito norte-americano não existe qualquer norma, emanada pelo poder legislativo, federal ou estadual, que estabeleça uma regra de obrigatoriedade de lançamento de uma oferta pública de aquisição no espírito do mecanismo de OPA obrigatória da União Europeia.

No entanto, também nada indica que a aplicação de uma regra de obrigatoriedade de lançamento de uma oferta pública de aquisição, em determinadas condições, por um qualquer estado federado esteja proibida, seja esta regra estabelecida pelo poder legislativo de qualquer estado federado, seja pelo seu poder judicial através de jurisprudência emanada pelos seus tribunais.

Na verdade, mesmo as denominadas ofertas *front-end loaded* não são proibidas e representam o espírito exatamente oposto ao da regra de obrigatoriedade de lançamento de oferta pública de aquisição. Aquelas possibilitam que os oferentes apresentem uma oferta subsequente e diferente da oferta apresentada inicialmente aos acionistas que não foram visados na primeira oferta. Esta segunda oferta é permitida mesmo após a realização de oferta parcial primária, ainda que esta tenha sido materializada por um preço inferior àquele que é oferecido na segunda oferta<sup>52</sup>.

Como verificamos, o direito norte-americano não tem um papel ativo na regulação da atuação dos acionistas, optando por uma certa liberalização na atuação destes, sendo que apenas algumas circunstâncias muito específicas determinam a intervenção da jurisprudência norte-americana na sua regulação.

### **5.2. As críticas à implementação da regra de OPA obrigatória na União Europeia**

Vários autores norte-americanos manifestaram os seus comentários críticos acerca da posição da União Europeia em implementar a regra de obrigatoriedade de lançamento de uma oferta pública de aquisição nos Estados Membros. Assim, foram apresentadas três consequências prejudiciais da existência desta regra como argumentos para a sua não

---

<sup>52</sup> DAVIES, P. e HOPT, K. J. – *Corporate Boards in Europe – Accountability and Convergence*, p.117

implementação, os quais se resumem (i) ao efeito dissuasor de potenciais ofertas, (ii) ao incumprimento do valor da justiça económica e (iii) à potencial subotimização da estratégia de investimento dos acionistas.

O efeito dissuasor de ofertas desta regra é perceptível se atentarmos aos fins de uma aquisição. Um potencial adquirente, ao fazer uma oferta, pretende um fim negocial previamente estipulado e a obtenção de potenciais benefícios que prevê decorrerem do negócio. Ao ver a sua oferta ser convolada numa oferta mais abrangente e que não desejou em primeira linha e da qual não considera poder retirar uma vantagem suficiente que o faça querer aquele negócio, o acionista acaba por desistir da mesma. A falta de intenção de concretização desta segunda oferta obrigatória pode dever-se à falta de fundos dos investidores para concretizar a totalidade das ações ou mesmo à simples falta de interesse no negócio em si. Pela complexidade inerente à OPA obrigatória, muitos investidores acabam por ser dissuadidos de fazer qualquer oferta.

O incumprimento ou insuficiente cumprimento do valor da justiça económica prende-se com o facto destes autores considerarem que a obrigatoriedade de lançamento da OPA acaba por condenar a existência do prémio de controlo. Este mecanismo não deverá ser desconsiderado ou condenado à partida uma vez que é um elemento essencial à vida negocial e sem o qual a própria transação perde o seu fim económico. As empresas são constituídas para gerar lucro, pelo que é natural que aqueles que as constituem queiram alcançar o maior prémio de controlo possível, sem que esta atitude deva ser considerada injusta ou desproporcional.

Também de fácil compreensão é o argumento de que a regra de obrigatoriedade de lançamento resulta na subotimização da estratégia de investimentos do oferente. Isto porque, ainda relacionado com o que foi dito com relação ao efeito dissuasor de potenciais ofertas, não se tem em consideração o valor pretendido inicialmente pelos investidores para este determinado negócio, forçando-os, antes, a um valor obrigatório que não maximiza o investimento no seu todo.

Segundo Armour<sup>53</sup>, a criação da regra de OPA obrigatória nos Estados Membros da União Europeia justifica-se por dois fatores que se verificaram nos vários países europeus, mas não nos Estados Unidos da América. Este Autor refere-se à crescente influência dos investidores institucionais europeus no quadro corporativo e, bem assim, à forte preferência da comunidade

---

<sup>53</sup> ARMOUR, J. [et al.] – cit. 36, p. 239

empresarial europeia por ver a regulação destas matérias ser feita pelos agentes de direito privado, ao invés dos agentes governamentais ou outros públicos.

### **5.3. Uma possível justificação norte-americana**

Se atentarmos às características das duas jurisdições que aqui, de alguma forma, se apresentam comparáveis – a dos Estados Unidos da América e a da União Europeia -, entende-se como provável que a resolução da questão que aqui se debate seja encontrada nas diferenças ideológicas e políticas de funcionamento dos mercados que são adotadas por cada uma delas.

Não existe, assim, uma exclusiva justificação para a inexistência, no sistema norte-americano, de uma norma de obrigatoriedade de lançamento de uma oferta pública de aquisição como a que existe nos Estados Membros da União Europeia.

Apesar de não existir uma análise detalhada da razão para a inexistência de uma norma deste género no sistema jurídico norte-americano, no decorrer da investigação dos aspetos característicos de regulação das fusões e aquisições, existem várias justificações para esta situação não ter ocorrido nos Estados Unidos da América. Neste contexto, tentar-se-á expor as variáveis que consideramos plausíveis de, no seu conjunto, constituírem uma sólida resposta a esta questão.

#### **5.3.1. As particularidades de um sistema de regulação concorrencial**

A primeira variável justificativa reporta-se ao modo de criação de regulação do próprio sistema norte-americano que, como referido, se caracteriza por ser pouco interventivo a nível federal e extremamente concorrencial ao nível dos estados federados. A concorrência tem como finalidade, pelo menos em teoria e *a priori*, a promoção de soluções economicamente otimizadas, qualificando-se este regime como vantajoso quando comparado com outros sistemas de regulação de outros Estados.

Também no campo da eficácia das normas reguladoras relativas à matéria das aquisições empresariais existem diferenças práticas em ambos os sistemas. A aplicação das normas reguladoras norte-americanas é realizada mais facilmente devido à menor burocracia e menor dimensão do conjunto de normas a considerar. Na União Europeia, os Estados Membros veem

a eficácia das suas normas ser menor, tanto devido à dificuldade de fiscalização da aplicação das normas regulatórias, como à maior dimensão do conjunto de regras a considerar.

Na prática, o sistema concorrencial norte-americano poderá não estar a promover soluções otimizadas uma vez que, como observamos, a intervenção dos estados federados é feita principalmente através dos tribunais, assim como a análise de jurisprudência revela uma tendência de proteção excessiva dos gestores da empresa-alvo.

Neste sentido, as características do sistema concorrencial consubstanciam uma das variáveis determinantes para a inexistência desta norma, uma vez que inibe os estados federados de implementar medidas que não sejam “populares”, assim como normas protetoras das minorias cujos interesses não serão considerados no momento de decisão do local de incorporação da empresa.

### **5.3.2. As diferentes finalidades do direito societário**

É ainda um importante fator a considerar em ambas as jurisdições, as diferentes finalidades prosseguidas pelos sistemas jurídicos no decurso do processo de criação do seu direito societário, i.e., identificar os objetivos dos legisladores na criação das respetivas normas.

Na União Europeia, o órgão responsável pela administração da empresa tem o dever de considerar, no decorrer da sua atividade de gestão, os interesses de todos os seus intervenientes e não exclusivamente os dos acionistas<sup>54</sup>. Por exemplo, na Alemanha os administradores devem considerar não só os interesses dos acionistas, mas também os dos trabalhadores e os da sociedade. Em França, os administradores são encorajados a considerar os interesses de todos aqueles que constituem a gestão da empresa. Mesmo as normas da União Europeia exigem que as empresas europeias sejam geridas tendo em consideração os interesses de todos os intervenientes, incluindo credores, clientes e os próprios trabalhadores da empresa<sup>55</sup>.

Em contrapartida, nos Estados Unidos, particularmente no estado de Delaware onde estão sediadas mais de metade das empresas norte-americanas e cerca de 65% das empresas que integram a lista da *Fortune 500*<sup>56</sup>, é exigido aos gestores como foco da sua atuação a promoção

---

<sup>54</sup> SOLOMON, S. - Mylan's Too-Harsh Takeover Defense.

<sup>55</sup> DONALDSON, T. e PRESTON, L. - The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications, p. 65-76

<sup>56</sup> BULLOCK, J. W. - Delaware Division Corporations 2014 Annual Report 1, 2.

da riqueza do acionista. Aos acionistas é concedido o poder de eleger de forma exclusiva os gestores, votar as transações que impliquem mudança de controlo e litigar decisões jurisprudenciais. Neste contexto, em teoria, os gestores das empresas localizadas em Delaware têm maior liberdade para atuar na prossecução de riqueza para os acionistas, sendo esta a base da perspetiva norte-americana de gestão.

Certo é que na jurisdição de trinta e três estados norte-americanos existem os denominados *constituency statutes*, instrumentos reguladores estaduais que permitem, embora não o exijam, aos gestores considerar os interesses de outros intervenientes que não os dos acionistas e os seus, na resposta a uma oferta de aquisição<sup>57</sup>. Na prática, este facto não se apresenta determinante uma vez que, considerando todos os estados norte-americanos e o volume de empresas sediadas em cada um destes, a larga maioria de empresas norte-americanas estão localizadas em jurisdições que não estabelecem *constituency statutes*.

### **5.3.3. A pressão dos lobbys e a sua capacidade legal de influência**

A terceira variável justificativa insere-se num sector em muito conectado com a regulação norte-americana – o sector político – uma vez que os fatores políticos são sobejamente considerados no processo de tomada de decisões. A pressão exercida pela classe dos gestores, em conjunto ou apenas em simultâneo com a classe dos trabalhadores, foi um fator fundamental tanto para a ausência de intervenção do Estado Federal no direito corporativo como para o desenvolvimento do direito corporativo estadual.

A capacidade de influência dos vários intervenientes varia conforme a possibilidade legal de exercício da influência estabelecida no contexto da atividade empresarial. Na União Europeia, é comum existirem normas que impõem deveres a outros intervenientes, que não os acionistas, de forma a poderem influenciar as políticas empresariais implementadas, sendo vários os países em que os trabalhadores têm o direito de ser representados diretamente nos órgãos de administração. Na Alemanha exige-se que a dupla estrutura de administração seja representada, pelo menos em metade, por trabalhadores. Na Áustria, na Dinamarca, no Luxemburgo, na Suécia, na República Checa, na Eslovénia, na Eslováquia e na Hungria é necessária uma representação de um terço dos trabalhadores nos órgãos de administração<sup>58</sup>.

---

<sup>57</sup> GECZY, C. [et al.] - Institutional Investing When Shareholders Are Not Supreme, app. A

<sup>58</sup> DINH, V. - Codetermination and Corporate Governance in a Multinational Business Enterprise, p. 975-981.

Nos Estados Unidos, apenas aos acionistas é concedida capacidade de influenciar os gestores, não tendo outros intervenientes - como os trabalhadores - qualquer direito de presença no conselho de administração e não podendo estes bloquear ou interferir na atuação de gestores e acionistas. Mesmo os credores nada podem fazer a não ser invocar o incumprimento, por parte dos gestores, dos seus deveres fiduciários e apenas em situações de insolvência<sup>59</sup>.

Analisando agora a posição dos investidores institucionais, no contexto europeu, a sua influência teve como alvo os legisladores de direito societário, mais particularmente de *corporate governance*. No quadro norte-americano, a possibilidade de influência dos investidores institucionais foi concedida mais tarde e de forma mais limitada, devido à maior dispersão territorial dos acionistas e ao facto da responsabilidade da criação de regulação das aquisições estar delegada aos legisladores subordinados, i.e., os de cada estado federado. Ora, recaindo a regulação do sistema norte-americano, principalmente, sobre os tribunais estaduais, estes não estão estruturalmente vocacionados para a priorização da proteção dos interesses dos acionistas enquanto classe e mantém-se indiferentes a pressões lobistas ou outras formas de influência utilizadas por grupos com interesses particulares.

Durante o principal período de evolução das aquisições, entre 80 e 90, os investidores institucionais optaram por não exercer um papel ativista, quer em disputas judiciais quer na promoção de regulação, por estarem concentrados na diminuição do custo e complexidade inerentes ao cumprimento das regras dos *proxy contests*. Também a constituição da SEC veio dificultar a atuação dos acionistas institucionais e aumentar o controlo da atuação dos *lobbys*. Embora alguns investidores institucionais - nomeadamente *hedge funds* - tenham tentado exercer um papel mais ativo e assertivo no tratamento das matérias de aquisições, as principais alterações ocorreram relativamente às eleições contestadas do conselho de administração e não às ofertas públicas de aquisição. A pouca pressão dos grupos de intervenientes na regulação desta matéria foi ainda determinada pela monitorização da extração de benefícios privados de controlo dos acionistas ser realizada pelos gestores da empresa, existindo uma menor necessidade de regulação estrita das ofertas públicas de aquisição pelos estados federados. Por conseguinte, estes, em vez de debaterem a questão da transação do controlo, concentraram-se antes em bloquear o acesso dos acionistas a benefícios privados de controlo. Surgiu, assim, a necessidade de definição dos deveres fiduciários dos gestores como instrumento principal de

---

<sup>59</sup> *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92, 101 (Del. 2007).

regulação, considerando nestes as noções de lealdade, justiça e justo exercício do poder, conjugadas com regras mais estritas em matéria de conflitos de interesse.

Estes fatores mitigam a apropriação dos controladores de benefícios privados operacionais, sendo a elevada influência dos gestores a variável que confere um maior poder ao órgão de administração para negar eventuais ofertas de aquisição oportunistas e proteger os direitos dos acionistas minoritários.

#### **5.3.4. A independência dos gestores**

A independência de atuação dos gestores é uma característica do direito corporativo norte-americano, muito mais elevada do que em qualquer país da União Europeia. Os acionistas não têm o direito de interferir em vários aspetos essenciais da empresa, tais como a alteração de estatutos ou a redução ou aumento de capital. Também as maiores decisões operacionais tomadas devem ser iniciadas pelo conselho de administração, sendo apenas deixado aos acionistas o poder de veto de determinadas deliberações, a qual não vincula a decisão do conselho de administração.

Neste sentido, o conselho de administração é o responsável pela maior parte do trabalho no processo de uma aquisição, pelo que qualquer medida defensiva é aplicada por este sem a necessidade de intervenção dos acionistas. É sobre os gestores que recai a possibilidade de defesa das empresas norte-americanas contra uma eventual aquisição hostil, ao contrário do que acontece nos países da Europa onde esta é concedida aos acionistas.

A existente independência da gestão pode ser defendida, argumentando-se que o conselho de administração é o órgão que se encontra em melhor posição, tanto em termos de experiência como de informação sobre a empresa, para melhor avaliar os prospetos, bem como averiguar das principais consequências da aquisição, considerando-se a decisão de aprovação de uma aquisição uma verdadeira decisão de gestão.

Neste sentido, os tribunais do estado de Delaware desenvolveram a *business judgement rule* no caso *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co.*, uma regra que acabou por se tornar uma das maiores fontes de proteção de aquisições nos Estados Unidos. O tribunal reconheceu o potencial risco de os gestores atuarem nos seus próprios interesses e não nos interesses da empresa e dos seus acionistas, e estabeleceu um dever de cuidado – *business judgement rule* -, segundo o qual

qualquer decisão tomada pela gestão se encontrava salvaguardada desde que justificada pelo negócio em si. A decisão negocial poderia ser alvo de análise judicial quando requerida, mas penalizada apenas quando se comprovasse que os gestores agiram de má-fé, com intuito fraudulento, com motivações pessoais ou abuso de discricionariedade. Assim, a atuação dos gestores teria de observar um duplo critério: o estabelecimento pelos gestores da oferta realizada como sendo uma ameaça à eficácia da política corporativa após comprovado trabalho de investigação de boa-fé e a medida defensiva aplicada teria de ser proporcional à ameaça que a oferta representava.

Esta regra foi restringida pelo princípio jurisprudencial *enhanced judicial scrutiny*, segundo o qual, dentro do espírito do negócio, as decisões teriam de ser razoáveis, sendo necessário que os gestores considerassem, no momento da decisão de aplicação ou não de uma medida defensiva, o valor futuro da transação.

O posterior caso *Smith v. Van Gorkom* exigiu ainda que o conselho de administração tivesse não só a informação adequada acerca dos termos do acordo de fusão antes da sua assinatura, como também a oportunidade para investigar e questionar a sua substância, e ainda a possibilidade de acompanhar os estudos de avaliação durante o período de negociações.

Assim, observamos que a definição do conceito *business judgement* como um comportamento informado alicerça-se no facto de os gestores tomarem conhecimento, antes da tomada de decisão, de todos os materiais informativos razoavelmente disponíveis<sup>63</sup>.

Relativamente às medidas defensivas no contexto de uma aquisição, a maior parte das empresas norte-americanas apenas viu necessidade de as adotar aquando das inúmeras fusões hostis dos anos 80<sup>64</sup>. As medidas defensivas são tidas por muitos autores<sup>65</sup> como sendo verdadeiros impedimentos ao funcionamento eficiente do mercado de capitais, uma vez que facilitam a consolidação do quadro de gestão das empresas e, desta forma, comprometem a função disciplinadora ou reguladora do próprio mercado de aquisições. Há ainda outros<sup>66</sup> que, indo mais longe, referem as medidas defensivas como conferindo a liberdade necessária aos gestores para a tomada de decisões de investimento potencialmente destruidoras de valor e que, de forma efetiva, podem reduzir o valor das empresas.

---

<sup>63</sup> *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984)

<sup>64</sup> GOMPERS, P. [et al.] – *Corporate Governance and Equity Prices*, ap. 1 para os vários mecanismos de defesa.

<sup>65</sup> HUMPHERY-JENNER, M. e POWELL, R. – cit. 48, p. 23

<sup>66</sup> GOMPERS, P. [et al.] – cit. 90; BEBCHUK, L. [et al.] – *What Matters in Corporate Governance*, p. 802

A maioria da doutrina<sup>67</sup> refere que as aquisições encorajam o comportamento designado por “construção de impérios empresariais” pelo facto de facilitarem o aumento do tamanho das empresas, um comportamento tipicamente redutor de valor. Adicionalmente, Humphery-Jenner e Powell deduzem que a inexistência de medidas defensivas conduz ao fortalecimento dos direitos dos acionistas e ao conseqüente aumento da sua influência sobre o *CEO* e a própria atuação do órgão de administração. De forma extrema, a ausência de medidas defensivas pode ser vista como uma característica potenciadora da exposição da empresa a forças disciplinadoras do mercado de aquisições, encorajando comportamentos de maximização de valor.

De entre as medidas defensivas disponíveis na esfera de atuação dos gestores<sup>68</sup>, destacamos o *poisin pill* e o *staggered board*.

O *poison pill* é o instrumento mais popular e eficaz existente no direito norte-americano e consiste numa resolução do conselho de administração para a diluição da posição de proprietário do potencial adquirente se este ultrapassar certos limites de aquisição, sem a prévia aprovação do órgão de administração.

O *staggered board* foi um instrumento bastante comum até cerca de 2005 mas cujo uso sofreu um declínio nos últimos anos<sup>69</sup> e que consiste num conselho de administração onde apenas uma parte dos seus membros é eleita a cada ano. O estado de Delaware influenciou redutoramente a posição dos acionistas ao enfraquecer os seus direitos de remoção de gerentes, permitir a existência de *staggered boards* e desencorajar a realização de reuniões extraordinárias de acionistas. No entanto, o prazo de termo comumente adotado, por defeito, é de 1 ano, o que com a introdução de regras de nomeação benéficas para os acionistas, tornou o sistema mais alinhado com as práticas de outras jurisdições. Os *staggered boards* apresentam inúmeras vantagens quando comparados com os *unitary boards*, como maior estabilidade, maior independência dos diretores executivos relativamente aos diretores não executivos e uma perspetiva a longo prazo. Entende-se, assim, que esta seja uma estruturação do conselho de administração mais alinhada com os interesses dos acionistas. A dificuldade deste instrumento, para o acionista, assenta no facto de este ser normalmente constituído no contrato de sociedade e não nos seus estatutos, o que faz com que, para além dos gestores estarem em funções a longo prazo, o processo dos acionistas destituírem o conselho de administração torna-se mais longo e

---

<sup>67</sup> BAUGUESS, S. e STEGEMOLLER, M. – Protective Governance Choices and the Value of Acquisition – p. 561; MASULIS, R. [et al.] – Corporate Governance and Acquirer Returns, p. 1878

<sup>68</sup> NENOVA, T. – Takeover Laws and Financial Development, para análise das medidas defensivas existentes

<sup>69</sup> KAHAN, M. e ROCK, E. - Embattled CEOs, p. 1007-1009

burocrático, uma vez que estes só têm poder de alterar os estatutos da sociedade. Alguns autores<sup>70</sup> defendem a manutenção desta medida defensiva, sugerindo apenas a mudança da constituição deste instrumento do contrato de sociedade para os seus estatutos, cujas alterações seriam mais facilmente implementadas.

Este instrumento torna-se agressivo quando alinhado com o *poison pill*, pois com este último o oferente não consegue adquirir o controlo da empresa-alvo sem adquirir previamente o controlo do conselho de administração e a aquisição do controlo de um *staggered board* pode demorar vários anos, pelo que os potenciais investidores acabam por desistir do negócio. A legalidade da combinação destes dois mecanismos foi estabelecida no caso *Moran v. Household International, Inc.*

Posteriormente, foram estabelecidas algumas restrições à utilização de várias medidas defensivas. No caso *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*<sup>71</sup>, ficou decidido que, em determinadas circunstâncias, o dever do conselho de administração modifica-se, deixando de ser a preservação da empresa como uma entidade corporativa, passando para a maximização do valor da empresa para o benefício dos acionistas numa potencial situação de venda. Estas circunstâncias consideravam-se verificadas quando o conselho de administração fosse alvo de ofertas justas múltiplas de aquisição. Esta linha jurisprudencial era bastante utilizada, determinando em certos casos a aplicação deste dever à atuação dos gestores e limitando a aplicação de medidas defensivas. No entanto, quando estivesse em discussão apenas uma oferta, a decisão de utilização de medidas defensivas seria analisada na perspetiva da decisão do caso *Unocal* anteriormente referido. Assim, nestas situações de oferta unitária, o dever imposto pela decisão do caso *Revlon* não estava implícito até os gestores iniciarem as negociações com o oferente, podendo aqueles recusar a oferta mesmo que o prémio de controlo oferecido fosse superior ao valor de mercado.

A disponibilidade de medidas defensivas na esfera dos gestores concede-lhes, na teoria, a habilidade de se adaptarem constantemente às circunstâncias únicas de cada negócio, permitindo simultaneamente que os tribunais responsabilizem os gestores pelo incumprimento dos seus deveres fiduciários. Comparando com a realidade europeia, os gestores norte-americanos têm mais poder de negociação e controlo sobre a venda da empresa devido ao poder

---

<sup>70</sup> SUBRAMANIAN, G. [et al.] – The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy, p. 887

<sup>71</sup> 506 A.2d 173 (Del. 1986)

que lhes é conferido pelo direito corporativo de Delaware e à utilização de um critério de razoabilidade maleável na sua atuação, o que, em último caso, tenderá a gerar superiores prémios de controlo para os acionistas em operações de fusão ou aquisição. As regras substantivas desenvolvidas pelo direito estadual de Delaware reúnem o poder último e a autoridade nas mãos do conselho de administração durante a venda da empresa, permitindo que os gestores negoceiem preços maiores.

Concluimos, assim, que o modelo norte-americano faz depender substancialmente da administração da empresa o controlo de comportamentos oportunistas do potencial adquirente, tanto dentro como fora do âmbito das aquisições, sendo dada aos gestores uma grande margem de autonomia de atuação. Acaba, portanto, por ser através do filtro do conselho de administração que os acionistas minoritários são protegidos.

### **5.3.5. O papel dos acionistas**

Armour, McCahery<sup>72</sup> e Bebchuk<sup>73</sup>, entre outros<sup>74</sup>, defendem que, comparando o direito societário europeu com o norte-americano, aquele é o que apresenta uma maior consideração pelos interesses dos acionistas<sup>75</sup>, uma vez que as regras aplicadas nos países europeus lhes são substancialmente mais favoráveis. Por exemplo, aplica-se a regra de não frustração de acionistas que proíbe o conselho de administração de tomar uma posição relativamente a uma aquisição hostil, no sentido de a bloquear, sem a aprovação dos respetivos acionistas. Existe também a possibilidade de os acionistas requererem uma reunião extraordinária para a substituição da composição do conselho de administração, assim como o estabelecimento de regras para a promoção do tratamento igualitário dos acionistas da empresa-alvo. Em contrapartida, o sistema norte-americano é menos favorável aos acionistas, centrando-se antes na proteção dos interesses dos gestores.

---

<sup>72</sup> ARMOUR, J. e MCCAHERY, J. - Introduction to After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US 1, p. 65

<sup>73</sup> BEBCHUK, L. - The Case for Increasing Shareholder Power, p. 833-848

<sup>74</sup> COOLS, S. - The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers, p. 697-703; PINTO, A. - The European Union's Shareholder Voting Rights Directive From an American Perspective: Some Comparisons and Observations, p. 587-612; SKEEL JR., D. - Icarus and American Corporate Regulation, p. 129-147

<sup>75</sup> STRINE JR., L. - The Soviet Constitution Problem in Comparative Corporate Law: Testing the Proposition That European Corporate Law Is More Stockholder Focused Than US Corporate Law, p. 34, negando esta afirmação pela falta de análise do contexto prático em que as normas são efetivadas.

Em geral, as jurisdições requerem a aprovação dos acionistas para certas ações corporativas, sejam estas propostas pelo conselho de administração ou pelos próprios acionistas. Tradicionalmente, a lei norte-americana exige a ratificação dos acionistas apenas para um muito limitado leque de matérias, enquanto outras jurisdições concedem aos seus acionistas direitos de decisão num alargado âmbito de matérias, incluindo decisões operacionais rotineiras<sup>76</sup>.

Os Estados Unidos têm a jurisdição que menos centraliza os interesses dos acionistas, responsabilizando-os apenas pela ratificação de decisões fundamentais da empresa, tais como operações de fusão e alterações de estatutos, não lhes conferindo, no entanto, o direito de as iniciar<sup>77</sup>.

A lei estadual de Delaware tem sido tradicionalmente vista como centrada no conselho de administração, mas o enriquecimento dos poderes dos acionistas das últimas duas décadas<sup>78</sup>, devido à reconcentração de ações nas mãos dos investidores institucionais, conduziu a alterações nas práticas de *corporate governance*, facilmente aplicáveis pela flexibilidade das leis existentes.

Nos Estados Unidos, são os gestores que criam a agenda de reuniões anuais e extraordinárias. Os acionistas não têm o direito de requerer a realização de reuniões, podendo apenas tentar influenciar as políticas empresariais através da aprovação de resoluções não vinculativas junto da SEC<sup>79</sup> ou da proposição de estatutos previstos na sua lei estadual<sup>80</sup>. De qualquer forma, as propostas iniciadas pelos acionistas - um direito estabelecido pela regra 14a-8<sup>81</sup>-, estão limitadas a certas matérias, não podendo ser proposta a alteração de gestores. Ademais, apesar de aos acionistas ser dado o direito de aprovação vinculativa de certas transações e emendas ao documento de incorporação da empresa, falta-lhes o poder para iniciar estas operações, o qual continua nas mãos dos gestores.

---

<sup>76</sup> O art. L. 232-12 Code de Commerce Francês requiere que a distribuição de dividendos seja aprovada por uma assembleia geral de acionistas. O artigo 37(1) EU Audit Directive (Diretiva 2006/43/EC, emendada pela Diretiva 2014/56) concede aos acionistas o direito de nomear e excluir os auditores de uma empresa listada e transacionada em mercado aberto.

<sup>77</sup> KAHAN, M. e ROCK, E. – How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill, p. 871

<sup>78</sup> ROCK, E. - Adapting To The New Shareholder-Centric Reality, p. 1917-1926

<sup>79</sup> A regra 14a-8 permite que qualquer acionista submeta uma proposta e uma declaração de apoio a ser incluída na declaração de procuração distribuída pela empresa antes da reunião anual (17 C.F.R. § 240.14a-8 – e Del. Code Ann. Tit. 8 § 242 e § 251)

<sup>80</sup> DEL. CODE ANN. Tit. 8, § 109(a), acerca do estado de Delaware

<sup>81</sup> 17 C.F.R. § 240.14a-8; PALMITER, A. - The Shareholder Proposal Rule: A Failed Experiment In Merit Regulation, p. 879

Se observamos os dados empíricos relativos às propostas acionistas<sup>82</sup>, em 2014 deram entrada 438 propostas de acionistas relacionadas com *governance* nos Estados Unidos, tendo sido a taxa de propostas acionistas impulsionadas anualmente de 0,0407%. Se atentarmos, por sua vez, aos dados reportados para o mesmo ano no contexto europeu, a diferença é díspar: em França deram entrada apenas 8 propostas de acionistas e a taxa de propostas acionistas impulsionadas no Reino Unido foi de 0,0140%. A principal razão para esta disparidade prende-se com o facto de as empresas europeias terem apenas um acionista controlador, o qual tem a capacidade de ultrapassar as decisões dos gestores e até mesmo substituí-los, não necessitando de iniciar propostas para exercer influência ou implementar alterações.

Apesar da natureza não vinculativa das propostas acionistas, estas têm vários efeitos práticos, uma vez que a sua não aprovação pelo conselho de administração acarreta pressão para os gestores, tanto das táticas acionistas, como da má publicidade que daí advém para a empresa<sup>84</sup>. Assim se entende a tendência de contínua e crescente aceitação por parte dos conselhos de administração das propostas dos acionistas, dando como exemplo o ano de 2002 em que a taxa de aceitação destas foi de 40%<sup>85</sup>. Esta pressão tornou-se mais significativa com a efetivação das políticas do *Institutional Shareholder Services* (“ISS”), as quais recomendavam que se votasse contra os gestores dos conselhos de administração que se recusassem a implementar iniciativas acionistas aprovadas por maioria de voto no ano anterior<sup>86</sup>.

Também os investidores institucionais aumentaram a sua influência na dinâmica empresarial norte-americana. Entre 1989 e 1993, 72% das empresas-alvo de fundos públicos de pensões adotaram as mudanças corporativas propostas<sup>87</sup>. Na realidade, a capacidade de influência dos acionistas norte-americanos baseia-se, sobretudo, na possibilidade de emanar propostas para a redução ou mesmo eliminação de medidas defensivas em situações de aquisição hostil. Consequentemente, entende-se que a incidência de *staggered boards* em empresas públicas norte-americanas tenha sido menor desde que o movimento acionista contra este tipo de medida defensiva se iniciou na última década. Assim, contrastando com a utilização

---

<sup>82</sup> KUMAR, G. - 2014 Annual Corporate Governance Review 4

<sup>84</sup> MASTERS, B. - Shareholders Flex Muscles Proxy Measures Pushing Corporate Accountability Gain Support, p. 23 e BROWNSTEIN, A. [et al.] - Can a Board Say No When Shareholders Say Yes? Responding to Majority Vote Resolutions, p. 69-70

<sup>85</sup> ERTIMUR, Y. [et al.] - Board of Directors’ Responsiveness to Shareholders: Evidence From Shareholder Proposals 2, p. 43

<sup>86</sup> Sullivan & Cromwell IIP, 2014 Proxy Season Review 6 (2014)

<sup>87</sup> SMITH, M. - Shareholder Activism By Institutional Investors: Evidence From CalPERS, p. 227-228

destes mecanismos de defesa que Bebchuk e outros<sup>88</sup> observaram ser de 70% em 2001, a proposta de utilização deste mecanismo de defesa diminuiu para apenas 44 propostas em 2012<sup>89</sup>, sendo que a percentagem de empresas pertencentes à *S&P 500* que aplicavam este mecanismo de defesa diminuiu para 10% em 2014<sup>90</sup>. Também a utilização de *poison pills* diminuiu devido ao crescimento quantitativo e de influência das propostas dos acionistas, tendo-se verificado que a percentagem de empresas da *S&P 500* que tinham este mecanismo em 2002 era de 60%<sup>91</sup>. No ano seguinte, mais de 100 propostas foram iniciadas por acionistas com o intuito de remover o mecanismo *poison pill*, o que consubstanciou um aumento de 194% quando comparado às propostas iniciadas em 2001<sup>92</sup>. Em grande parte devido ao crescente número de iniciativas propostas que agregavam o apoio da maioria acionista, a incidência de *poison pills* nas empresas *S&P 500* diminuiu consideravelmente, tendo sido registada apenas uma percentagem de 7% em 2013<sup>93</sup>.

Também a implementação do *Dodd-Frank Act* reforçou a capacidade de influência acionista uma vez que este permitiu que os acionistas tivessem liberdade para se afirmarem e, apesar da rejeição das propostas acionistas ser possível, implicaria também uma sujeição da empresa a um maior escrutínio tanto dos media, como dos investidores institucionais, empresas de consultoria *proxy* ou ativistas de *corporate governance*<sup>94</sup>.

Aparte o uso dos direitos de voto dos acionistas para exercer influência sobre a administração da empresa, os gestores podem ainda ser responsabilizados pelo incumprimento dos seus deveres fiduciários. Esta responsabilização é um método bastante utilizado nos estados norte-americanos, sendo que Strine, Jr.<sup>95</sup> refere mesmo que a utilização excessiva da responsabilização dos gestores tornou o rácio do custo-benefício da litigância judicial mais desfavorável para os acionistas do que o que seria desejável<sup>96</sup>. No entanto, o certo é que a pressão de uma potencial litigância melhorou bastante o comportamento dos conselhos de administração no âmbito da sua atuação.

---

<sup>88</sup> BEBCHUK, L. [et al.] – cit. 96, p. 887-889.

<sup>89</sup> KUMAR, G. – cit. 108, p. 12

<sup>90</sup> Cit. 113

<sup>91</sup> GOODMAN, A. [et. al.] - A Practical Guide To SEC Proxy and Compensation Rules

<sup>92</sup> CHRISTOPHER, T. e FRAIDIN, S. - Shareholders At The Door, p. 17

<sup>93</sup> AQUILA, F. e SAWYER, M. – Poison Pills, An Antidote To “Raider-like” Activism

<sup>94</sup> LARCKER, D. [et al.] - The Influence Of Proxy Advisory Firm Voting Recommendations On Say-On-Pay Votes and Executive Compensation Decisions, Director Notes, p. 1-2

<sup>95</sup> STRINE JR., L. – cit. 101, p. 34

<sup>96</sup> KOUMRIAN, O. - Cornerstone Research, Shareholder Litigation Involving Acquisitions Of Public Companies: Review of 2014 M&A Litigation 1

### **5.3.6. Os diferentes problemas de agência**

Armour, entre outros<sup>97</sup>, refere a existência de dois tipos diferentes de problemas de agência que se podem observar numa empresa, os quais se podem verificar tanto na mesma classe como em diferentes classes de intervenientes. Por um lado, a possibilidade de existência de conflitos entre os gestores e os acionistas, por outro a existência de conflitos entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários de uma mesma empresa.

As situações de conflito prendem-se com as duas principais funções alocadas ao direito corporativo e que implicam o envolvimento do *corporate governance*, isto é, a propriedade do investidor e a gestão delegada. A propriedade do investidor é bastante relevante dada a amplitude do mercado de capitais, pois implica que o controlo último da empresa recaia na esfera dos acionistas, os quais estão afastados da atividade operacional da empresa e das suas transações diárias. Assim, exercer a gestão direta do seu investimento implicaria, necessariamente, significativos custos de informação e coordenação. Por esta razão surge a necessidade de uma gestão delegada, que é funcional precisamente devido à eliminação dos custos de informação e coordenação dos acionistas. No entanto, esta poderá conduzir à existência de custos derivados da situação de agência, os quais resultam do desalinhamento dos interesses dos acionistas com os interesses dos gestores.

O direito corporativo tende a solucionar os problemas de agência entre acionistas e gestores através da definição de estratégias de *corporate governance*, assim como pelo estabelecimento de normas regulatórias da sua atividade.

Assim, na maior parte das empresas certas decisões fundamentais são deixadas, em geral, a cargo do conselho geral de acionistas, delegando-se, simultaneamente, a gestão no conselho de administração. Isto implica a delegação de um amplo poder de decisão na esfera dos gestores, os quais deverão atuar nos interesses da empresa que, à partida, serão os interesses dos acionistas. No entanto, os gestores têm naturalmente interesses individuais próprios que não estarão, à partida, alinhados com os dos acionistas. É de fácil compreensão que, sendo os gestores estabelecidos por nomeação, o seu período de representação seja de curto prazo. Imaginando um mandato normal de 4 anos estabelecido para os gestores de um conselho de administração, é apenas natural que os gestores, tendo a consciência de que o seu mandato

---

<sup>97</sup> ARMOUR, J. [et al.] – cit. 15, p. 17

findará após esse prazo, terão objetivos para a empresa numa perspectiva a curto prazo. Os acionistas, por seu turno, têm uma visão a longo prazo do investimento que fizeram na empresa, superior à visão balizada pelos 4 anos dos gestores. Existe, portanto, um desalinhamento de interesses de ambas as partes, o qual se irá refletir nas posições tomadas por cada parte na tomada de decisões operacionais da empresa.

As principais estratégias legais existentes para a defesa da propriedade do investidor centram-se nos direitos de nomeação dos acionistas, isto é, no poder destes nomearem e removerem membros do conselho de administração de modo a evitar que a gestão delegada nos gestores conduza a resultados subótimos devido ao mau alinhamento de incentivos.

A nomeação de gestores para o conselho de administração através de eleições sempre foi um assunto controvertido junto dos tribunais norte-americanos e que atraiu a atenção de vários dirigentes políticos. Por exemplo, no estado de Delaware, o estatuto aplicável, por defeito, estabelecia a regra da pluralidade de votos, segundo a qual quando o número de candidatos equivalesse ao número de lugares disponíveis, qualquer número de votos seria suficiente para eleger um nomeado para o conselho de administração. Devido à insatisfação dos investidores institucionais, a maioria das multinacionais optavam por adotar um estatuto que contemplasse a regra da maioria de votos, sendo que, posteriormente, o próprio direito estadual de Delaware foi modificado para contemplar a regra de maioria de votos, de modo a facilitar a iniciativa acionista.

Existem ainda outras ferramentas que os acionistas de empresas norte-americanas podem utilizar de modo a obter representação no conselho de administração, como por exemplo o “acesso *proxy*”, um instrumento que consiste na capacidade de substituir nomeados nos materiais *proxy* da empresa para que todos os acionistas tenham uma opção viável entre os candidatos do conselho de administração.

### **5.3.7. Os diferentes contextos sociais de criação de regulação**

É também importante notar o contexto social em que as normas corporativas norte-americanas operam. Strine Jr.<sup>98</sup>, à semelhança de outros autores<sup>99</sup>, refere que a atuação do

---

<sup>98</sup> STRINE JR., L. – cit. 101, p. 34

<sup>99</sup> BAINBRIDGE, S. - Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, p. 547-550; LEE, I. - Corporate Law, Profit Maximization and the Responsible Shareholder, p. 31-32

conselho de administração das empresas norte-americanas deverá ter como principal objetivo o retorno para o acionista.

Para além da regulação existente, alguns estudos demonstram que os estados norte-americanos conseguem colocar em prática os seus instrumentos, de forma mais eficaz do que os países europeus, sendo mesmo a própria atividade transacional de fusões e aquisições comparativamente maior nos Estados Unidos<sup>100</sup>. Por exemplo, entre os anos de 1990 e 2002, 6,44%<sup>101</sup> das empresas norte-americanas foram alvo de aquisições hostis, enquanto em certos países da Europa continental, como França ou Alemanha, registaram taxas de 1,69% e 0,30%, respetivamente<sup>102</sup>.

Estes valores podem ser explicados, como fazem Rossi e Volpin, pelo facto de os países que apresentam maior atividade em controlo corporativo serem também aqueles que demonstram ter um ambiente legal mais favorável ao investidor. Adicionalmente, como aponta Moschieri<sup>103</sup>, também são os acionistas norte-americanos, quando comparados com a realidade dos acionistas europeus, aqueles que recebem prémios de controlo superiores.

### **5.3.8. A estrutura de detenção do capital**

Um outro fator que se revela fundamental para a inexistência da regra de OPA obrigatória no sistema norte-americano é a estrutura de detenção de capital das empresas, a qual difere bastante daquela que é observada no sistema europeu, onde existem os chamados “blocos de controlo”.

Na União Europeia as empresas têm o seu capital concentrado<sup>104</sup>, existindo, na grande maioria, um único acionista que controla a empresa ou mesmo uma família que possui o controlo da empresa através da detenção dos seus direitos de voto. Particularmente na Europa Continental, a concentração do poder de voto dos acionistas é substancialmente elevada quando comparada com a concentração do mesmo nos Estados Unidos. Considerando v.g. os dados

---

<sup>100</sup> CULPEPPER, P. - Quiet Politics and Business Power: Corporate Control In Europe and Japan, p. 34; COATES IV, J. - M&A Break Fees: US Litigation vs. UK Regulation, p. 239-264

<sup>101</sup> ROSSI, S. e [et al.] - Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions, p. 277-281.

<sup>102</sup> Alguns países europeus registaram valores próximos dos Estados Unidos, como Noruega (5,85%), Irlanda (4,62%) e Reino Unido (4,39%).

<sup>103</sup> ROSSI, S. e [et al.] – cit. 121, p. 283-284

<sup>104</sup> BERGLOF, E. e [et al.] – European Takeover Regulation, p. 45 observam que mais de 50% das empresas não financeiras listadas em países europeus como Alemanha, Áustria, Bélgica e Itália, têm na sua estrutura de detenção um bloco de controlo que concentra a maioria dos direitos de voto.

encontrados por Enriques e Volpin<sup>105</sup> referentes a 2007, metade das empresas alemãs e italianas tinham um único acionista que detinha o controlo de mais de 55% dos votos.

Em contraste, a maioria das empresas norte-americanas têm o seu capital disperso<sup>106</sup>, sendo a percentagem de concentração do poder de voto tipicamente de 5%<sup>107</sup>. Os principais controladores em bloco existentes nas empresas norte-americanas tendem a ser primeiramente os gestores, seguidos dos investidores institucionais, os quais tendem a ter uma atuação mais passiva, sendo também mais facilmente apoiantes de propostas iniciadas pelos acionistas do que os próprios gestores-investidores.

Na União Europeia, o problema passa pelo facto dos interesses do bloco controlador não estarem alinhados com os interesses dos acionistas minoritários e estes não dispõem de ferramentas que lhes permitam ter algum poder dentro da empresa. A isto acresce a reduzida a possibilidade de influência do *corporate governance* ou da disciplina de gestão<sup>108</sup>. A estrutura de detenção europeia maioritária dificulta mesmo a possibilidade de se aplicar medidas defensivas, tal como aponta Bebchuk<sup>109</sup>, uma vez que quando existe um controlador dominante, as medidas defensivas numa situação de aquisição revelam-se inúteis, pois questiona-se até que ponto estão os acionistas minoritários protegidos contra as negociações particulares feitas pelo acionista maioritário. Neste sentido, os abusos constantes dos acionistas maioritários contra os minoritários revelaram ser, como sabemos, uma das principais razões que levou à necessidade de imposição de certas medidas que protegessem os direitos dos acionistas minoritários, tal como a implementação da regra de OPA obrigatória.

Ora, como se entende, esta necessidade de proteção dos acionistas minoritários não se consubstanciou relevante ou significativa no sistema norte-americano, uma vez que estes não estão individualmente numa posição desfavorecida, sendo o principal problema o seu desfavorecimento, genérico enquanto classe de acionistas, relativamente à classe dos administradores.

---

<sup>105</sup> ENRIQUES, L. e [et al.] - Corporate Governance Reforms in Continental Europe, p. 117

<sup>106</sup> BERGLOF, E. e [et al.] - cit. 125, p. 45 apontam o contraste com a realidade norte-americana, na qual apenas 3% das empresas apresentam na sua estrutura de detenção um bloco de controlo com a maioria dos direitos de voto.

<sup>107</sup> CZIRAKI, P. [et al.] - Shareholder Activism Through Proxy Proposals: The European Perspective, p. 748

<sup>108</sup> BRECHT, M. - Strong Blockholders, Weak Owners and the Need For European Mandatory Disclosure, p. 4

<sup>109</sup> BEBCHUK, L. e [et al.] - The Elusive Quest for Global Governance Standards, p. 1288

Como refere Armour<sup>110</sup>, em situações em que se conjuga o capital social disperso com a existência de determinantes fatores macroeconómicos que tornam as aquisições societárias atrativas, os oferentes tendem a materializar as suas ações, isto é, tendem a desconsiderar as adequadas normas sociais de comportamento negocial, estruturando as suas ofertas, ao invés, de forma a conseguirem explorar as vulnerabilidades da infraestrutura implementada.

Entendemos que, mais do que um comportamento desadequado, esta atitude torna-se regra de sobrevivência no mundo competitivo que é o empresarial. E não sejamos ingénuos ao pensar que apenas aqueles que fazem a oferta se aproveitam das vulnerabilidades da empresa-alvo, pois o inverso invariavelmente também acontecerá. Por isso, os órgãos de administração e gestão da empresa-alvo munem-se de todas as medidas que possam de modo a conseguirem defender-se de uma potencial aquisição, e de tudo aquilo que esta acarretaria para estes mesmos órgãos. O problema reside no fato de nem sempre aquilo que os gestores consideram prejudicial à sua posição o será para a posição da empresa no mercado e, conseqüentemente, para os seus acionistas. Deste potencial desalinhamento de interesses, o qual foi desenvolvido *supra*, surge a extrema importância de criação de regras de atuação para os principais envolvidos numa aquisição.

Enquanto nos Estados Unidos o principal problema de agência existe entre os gestores e os acionistas dispersos e pouco interventivos, na maior parte da Europa continental o cenário é de blocos largos de acionistas que conseguem exercer pressão sobre o corpo de gestão<sup>111</sup>.

---

<sup>110</sup> ARMOUR, J. [et al.] – cit. 36, p. 242

<sup>111</sup> LAPORTA, R. [et al.] - Corporate Ownership Around the World., p. 493

## **6. Conclusão**

A aparente fraqueza do sistema regulador norte-americano é uma visão sustentada pelas críticas feitas pelos próprios autores norte-americanos, sendo, no entanto, uma ideia parcialmente mitigada pela perspectiva que os agentes norte-americanos têm da gestão das suas empresas, isto é, como uma gestão teoricamente focada no interesse dos acionistas. No entanto, como tivemos oportunidade de observar detalhadamente, apesar de, em teoria, esta visão tentar viabilizar uma estrutura de gestão das empresas com maior dificuldade em impedir aquisições hostis, o que acontece na prática é bem diferente pois a liberdade de intervenção que se diz conferida aos acionistas é, neste contexto, diminuta.

A opção dos Estados Unidos pela não criação de uma norma que consubstancie o mecanismo de OPA obrigatória ou, melhor, do dever de lançamento de oferta pública de aquisição sobre todos os acionistas, não se pode considerar justificada por uma simples opção política, reguladora ou económica de um estado.

Em termos sumários, a ausência de uma regra deste género deve-se sim à falta de necessidade da mesma existir. Esta ausência de necessidade prende-se, desde logo, com o diferente género de empresas e de políticas corporativas sediadas nos Estados Unidos, cujas características diferem em muito daquelas que se encontram sediadas em países europeus.

Como referido anteriormente, não parece possível escolher uma única explicação para a inexistência desta regra no sistema norte americano, considerando antes que esta ausência resulta da conjugação de vários fatores, os quais, cada um na sua medida, contribuíram para o desfecho que hoje observamos. Fatores como as características das empresas sediadas nos Estados Unidos, o desenvolvimento dos mercados de capitais, o sistema de criação da regulação, o quadro regulatório federal e estatal e mesmo o direito subjetivo inerente às próprias normas regulatórias criadas, assim como as características políticas dos grupos de intervenientes na vida das empresas determinaram, em conjunto, a ausência de previsão de um mecanismo deste género.

A estas razões acrescem a caracterização do capital que compõe as empresas como sendo extremamente disperso, a forte pressão lobista do conjunto dos gestores e trabalhadores a que se contrapõe a fraca pressão exercida pelos acionistas e investidores, passando pelas desvantagens de um sistema de criação de regulação concorrencial e pela diminuta necessidade

de proteção dos acionistas minoritários que veem os seus direitos protegidos através de outras medidas defensivas implementadas.

Na comparação realizada às duas jurisdições em apreço, conclui-se, assim, que a opção por cada jurisdição de dois caminhos diferentes de atuação no contexto de uma oferta pública de aquisição - a ausência desta regra numa delas e a existência da mesma na outra -, provém das diferentes características que compõe ambos os mercados de capitais.

Observa-se ainda que, tanto a jurisdição norte-americana como a jurisdição da União Europeia, parecem ter encontrado maneiras diversas, mas eficazes, de lidar com o problema da extração de benefícios privados de controlo. Enquanto na União Europeia o método passa pela aplicação da regra de obrigatoriedade de lançamento a todos os acionistas no momento do lançamento da oferta, já nos Estados Unidos da América as medidas defensivas dos interesses dos acionistas minoritários e que impedem a extração de benefícios privados do controlo são instrumentos utilizados, de forma prévia, ao nível da atividade operacional da empresa ou mesmo diariamente através do desvio de benefícios privados de controlo.

Parece, assim, poder concluir-se que ambos os regimes encontraram o seu equilíbrio empresarial, estando as diferenças de regulação explanadas assentes na existência de diferentes *timings* de atuação, de diferentes tipos de participantes do mercado e bem assim de diferentes tipos de meios legais de solução de conflitos. São, no fim de contas, estas diferenças necessárias para situações que se consideram, também elas, necessariamente diferentes.

## **7. Bibliografia**

ALTINTAS, Nalân - Evolution of Corporate Governance in the United States of America. Istanbul University School of Business Department of Accounting. Sosyal Bilimler Dergisi, p. 153-161, 2010

ALVA, C. Alva, Delaware and the Market for Corporate Charters: History and Agency, 15 Delaware Journal Corporate Law, p. 885-887, 1990

ARMOUR, John - Who Should Make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition. Law Working Paper No. 54/2005, ECGI Working Paper Series in Law, June 2005

ARMOUR, John, ENRIQUES, Luca, HANSMANN, Henry, KRAAKMAN, Reinier - The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class. Law Working Paper No. 337/2017, ECGI Working Paper Series in Law, January 2017

ARMOUR, John, JACOBS, Jack B., MILHAUPT, Curtis J.- The Evolution of Hostile Takeover Regimes. Harvard International Law Journal, Vol. 52, Number 1, Winter 2011

ARMOUR, John e MCCAHERY, Joseph A. - Introduction to After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US 1, 13, eds. 2006

ARMOUR, John e SKEEL JR., David A. - Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The Peculiar Divergence of U.S. and UK Takeover Regulation, Georgetown Law Journal 95, p. 1727-1729. 2007.

AQUILA, Fran e SAWYER, Melissa - Poison Pills, an Antidote to “raider-like” Activism, Deal Pipeline, August 7, 2014

BAINBRIDGE, Stephen M. - Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 NW. U. L. Ver. 547-550, 2003

BARCA, F. e BECHT, M. (eds.) - The Control of Corporate Europe, Oxford: OUP, 2001

BAUGUESS, S., Stegemoller, M., - Protective Governance Choices and the Value of Acquisition Activity. Journal of Corporate Finance 14, p. 550-566, 2008

BEBCHUK, L. A., Federalism and the Corporation: the Desirable Limits on State Competition in Corporate Law, 105 Harvard Law Review 1435, 1459-1461, 1992.

BEBCHUK, Lucian Arye - Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers. Harvard Law Review, Volume 98, Number 8, June 1985

BEBCHUK, Lucian Arye - The Case for Increasing Shareholder Power, 118 Harv. L. Rev. 833, 848, 2005

BEBCHUK, Lucian A. E HAMDANI, Assaf - The Elusive Quest for Global Governance Standards, 157 U. PA. L. Ver. 1263, 1288-1289, 2009.

BEBCHUK, L., COHEN, A. - The Costs of Entrenched Boards. Journal of Finance Economics 78, p. 409-433, 2005

BEBCHUK, L., COHEN, A., FERREL, A. - What Matters in Corporate Governance? Review of Financial Studies 22, p. 783-827, 2009.

BEBCHUK, Lucian A., COATES IV, John C. e SUBRAMANIAN, Guhan - The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy, 54 Stan. L. Ver. 887,889, 2002.

BEBCHUK, Lucian Arye, FERREL, Allen - A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition. Harvard Law School. Cambridge, MA 02138. Discussion Paper No. 309, December 2000. ISSN 1045-6333.

BEBCHUK, Lucian e FERREL, Allen - A New Approach to Regulatory Competition, Virginia Law Review 87, 2001

BERGLOF, Erik e BURKART, Mike - European Takeover Regulation, Economic Policy 36, p. 179, April 2003

BRECHT, Mario - Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure, *in* 1 The Separation of Ownership and Control: A Survey of Seven European Countries 1, 4, 1997

BRITO PEREIRA, Jorge – A OPA Obrigatória, Almedina, 1998

BROWNSTEIN, Andrew R. e KIRMAN, Igor - Can a Board Say No When Shareholders Say Yes? Responding to Majority Vote Resolutions, 60 BUS. LAW. 23, p. 69-70, 2004

BULLOCK, Jeffrey W. (Delaware Secretary of State) - Delaware Division Corporations 2014 Annual Report 1 (2015); 2 (2014).

BURKART, Mike e PANUNZI, Fausto - Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process. Law Working Paper No. 10/2003, ECGI Working Paper Series in Law, June 2003

CAI, Wei – The Mandatory Bid Rule in China. *European Business Organization Law Review*, Volume 12, Issue 04, p. 653-680, December 2011

CARY, W.L., *Federalism and Corporate Law: Reflections on Delaware*, 88 *Yale LJ*, p. 663,664, 1974

CHEFFINS, B. R. - *Company Law: Theory, Structure and Operation*, Oxford: OUP, p. 126-262, 1997

CHEN, LEE WON – Malaysia. *Takeover Guide*, Rehmat Lim & Partners

CHERTOK, S. - Jurisdictional Competition in the European Community. University of Pennsylvania. *Journal of International Economic Law* 27(2), p. 465-516, 2006.

CHOI, Stephen J., FISCH, Jill E., KAHAN, Marcel e ROCK, Edward B. - Does Majority Voting Improve Board Accountability?, *University of Chicago Law Review*

CINTRA, Marcos António Macedo - A Dinâmica do Novo Regime Monetário-financeiro Norte-americano: Uma Hipótese de Interpretação. *Estudos Avançados*, Volume 14, No. 39. Universidade de São Paulo. Agosto 2000. ISSN 1806-9592

COATES IV, John C. - M&A Break Fees: US Litigation vs. UK Regulation, *in Regulation vs. Litigation: Perspectives from Economics and Law* 239, 264 *tbl.* 9.6

COATES IV, John C. e KRAAKMAN, Reinier - CEO Incentives and Merger Activity in the 1990s: Stock Options and Real Options, Working Paper. 2003.

COOLS, Sofie - The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers. *Delaware Journal of Corporate Law* 30, p. 697-746, 2005

CHRISTOPHER, Thomas W. e FRAIDIN, Stephen - Shareholders at the door, *N.Y. L.J.*, Nov. 8, 2004

CULPEPPER, Pepper D. - Quiet Politics and Business Power: Corporate Control in Europe and Japan 33 *tbl.* 2.3, 34 *tbl.*2.4, 2011

CZIRAKI, Peter [et al.], Shareholder Activism Through Proxy Proposals: the European Perspective, 16 *EUR. FIN. MGMT.*, p. 748, 2010

DAINES, R., The Incorporation Choices of IPO Firms, 77 *NYU L Ver.*, p. 1559, 2002

DAVIES, Paul e HOPT, Klaus J. - Corporate Boards in Europe – Accountability and Convergence, *American Journal of Comparative Law* 61, 301. 2013

DEMOTT, Deborah – Breach of Fiduciary Duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences, p. 950, 1983

DICKER, Howard B. - 2016 Proxy Season: Engagement, Transparency, Proxy Access, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 4 February 2016

DINH, Viet D. - Codetermination and Corporate Governance in a Multinational Business Enterprise, 24 *J. Corp. L.* p. 975-981, 1999

DONALDSON, Thomas e PRESTON, Lee E. - The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications, 20 *ACAD. MGMT. VER.*, p. 65-76, 1995

DRURY, R., A European Look at the American Experience of the Delaware Syndrome, 5 *JCLS* 1, 2005

ECKBO, B. Espen - Corporate Takeovers and Economic Efficiency. Working Paper No. 391/2013. November 2013. ECGI Working Paper Series in Law

ENRIQUES, Luca e VOLPIN, Paolo - Corporate Governance Reforms in Continental Europe, 21 *J. Econ. Persp.*, p. 117, 2007

ERTIMUR, Yonca [et al.] - Board of Directors' Responsiveness to Shareholders: Evidence from Shareholder Proposals 2, Harvard Business School, Working Paper No. 08-048, 2008

ESTY e GERARDIN (eds.), *Regulatory Competition and Economic Integration*, Oxford: OUP, p. 190, 209-213, 2001

FECHNER, Marvin, TIPTON, Travis - Securities Regulation in Germany and the U.S.. *Comparative Corporate Governance and Financial Regulation*. Paper 5. Penn Law: Legal Scholarship Repository. University of Pennsylvania Law School. Spring 2016

FERREL, Allen. Why Continental European Takeover Law Matters. John M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Harvard Law School, Cambridge, MA 02138. Discussion Paper No. 454. 12/2003, ISSN 1045-6333

GECZY, Christopher et al., Institutional Investing When Shareholders Are Not Supreme, 5 HARV. BUS. L. VER. 73 app. A, 2015

GEORGEN, Marc, RENNEBOOG, Luc - Why Are the Levels of Control (so) Different in German and UK Companies? Evidence From Initial Public Offerings. Finance Working Paper No. 07/2003. January 2003

GILSON, Ronald e KRAAKMAN, Reinier - Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionally Review?. Business Law 44, p. 247, 1989

GOLDSMITH, Raymond W. - The Flow of Capital Funds in the Postwar Economy. Studies in Capital Formation and Financing 12. Published by National Bureau of Economic Research. Distributed by Columbia University Press, 1965

GOMPERS, P., ISHII, J., METRICK, A. - Corporate Governance and Equity Prices. Quarterly Journal of Economics 118, p. 107-155, 2003

GOODMAN, Amy L. et. Al. - A Practical Guide to SEC Proxy and Compensation Rules § 10.03[A][6], 5th edition, 2011

GORDON, Jeffrey N. - An American Perspective on the New German Anti-takeover Law. Harvard Law School. John M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Discussion Paper No. 407, February 2003

GREGORY, Holly J. e SIMMELKJAER, Robert T. - Weil, Gotshal & Manges LLP, Discussion of Individual Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States

HUMPHERY-JENNER, Mark L. e POWELL, Ronan G. - Firm Size, Takeover Profitability, and the Effectiveness of the Market for Corporate Control: Does the Absence of Anti-takeover Provisions Make a Difference?. Journal of Corporate Finance, Vol. 17, No. 3, p. 418-437, 2011

JACKSON, Gregory, MIYAJIMA, Hideaki, Varieties of Capitalism, Varieties of Markets: Mergers and Acquisitions in Japan, Germany, France, the UK and USA, June 2007

KAHAN, Marcel - The Demand for Corporate Law: statutory flexibility, judicial quality or takeover protection, NYU Law and Economics Working Paper No 04-015, 2004

KAHAN, Marcel e ROCK, Edward - Embattled CEOs, Texas Law Review 88, p. 987, 1007-1009, 2009

KAHAN, Marcel e ROCK, Edward - How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill, University of Chicago L. Review 69, p. 871, 2002

KAHAN, Marcel e ROCK, Edward - Symbolic Corporate Governance Politics. Boston University Law Review 94, p. 1997-2011, 2014

KAPLAN, Steven N. - The Evolution of U.S. Corporate Governance: We Are All Henry Kravis Now. Journal of Private Equity, November 1997

KARPOFF, Jonathan M., SCHONLAU, Robert, WEHRLY, Eric - Do Takeover Defenses Indices Measure Takeover Deterrence?, Editor David Denis, October 14, 2016

KOUMRIAN, Olga - Cornerstone Research, Shareholder Litigation Involving Acquisitions of Public Companies: Review of 2014 M&A Litigation 1, 2015

KUMAR, Georgeson Rajeev - 2014 annual corporate governance review 4, 12, 2014

LAPORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A., - Corporate Ownership Around the World. Journal of Finance 44, p. 471, 491-98, 1999

LARCKER, David F. [et al.] - The Influence of Proxy Advisory Firm Voting Recommendations on Say-on-pay Votes and Executive Compensation Decisions, Director Notes. At 1, 1-2. Mar. 2012

LEE, Ian B. - Corporate Law, Profit Maximization, and the Responsible Shareholder, Stanford Journal Law Business & Finance, p. 31-32. 2005

LINDERT, Peter H., Twentieth-century Foreign Trade and Trade Policy

MACEY, J. e MILLER, G. P., Toward an Interest-group Theory of Delaware Corporate Law, 65 Texas Law Review, p. 469-472, 1987

MANNE, H. - Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy* 73, p. 110-120, 1965

MASTERS, Brooke A. - Shareholders Flex Muscles Proxy Measures Pushing Corporate Accountability Gain Support, *Wash. Post*, June 17, 2006

MASULIS, R., WANG, C., XIE, F. - Corporate Governance and Acquirer Returns. *Journal of Finance* 62, p. 1851-1889, 2007

MATHESON, John H. e OLSON, Brent A. – Shareholder Rights and Legislative Wrongs: Toward Balanced Takeover Legislation, *59 Geo. Washington Law Review* 1425, 1438-1452, 1991

MCCAHERY, J. A., VERMEULEN, E. P. M. - Does the European Company Prevent “Delaware Effect”?, *European Law Journal* 11, p. 785-801, 2005

MC. CRAW, Thomas K., *Prophets of Regulation*, p. 162-76

MITCHELL, M., e LEHN, K. - Do Bad Bidders Become Good Targets? *Journal of Political Economy* 98, p. 372-398, 1990

MOURA VICENTE, Dário, *Direito Comparado. Volume I – Sistemas Jurídicos no Geral*, 3ª edição, Almedina, 2014

MURPHY, D.D., *The Structure of Regulatory Competition*, Oxford: OUP, 2004.

NENOVA, T. - Takeover Laws and Financial Development. *World Bank Policy Research Working Paper No. 4029*, 2006

PALMITER, Alan R. - The Shareholder Proposal Rule: A Failed Experiment in Merit Regulation, *45 Alabama Law Ver.*, p. 879, 1994

PARK, James J. - Delaware and Santa Fe. In *Delaware’s Dominance in Corporate Law*. UCLA School of Law. *Law & Economics research Paper Studies*. Research Paper No. 17-06

PINTO, Arthur R. - The European Union’s Shareholder Voting Rights Directive from an American Perspective: Some Comparisons and Observations, *32 FORDHAM INT’L L. J.*, p. 587-612, 2009

POSNER, Richard A. – *Economic Analysis of Law*. Boston. Little, Brown and Company, p. 415, 1973

ROCK, Edward - *Adapting to the New Shareholder-centric Reality*, *University of Pennsylvania Law Review* 161, p. 1907, 1917-1926, 2013

ROCK, Edward B. - *Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work?*, *UCLA Law Review* 44, p. 1009-1102, 1997

ROE, M. J. - *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford: OUP, 2003

ROMANO, R. *Law as Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle*, 1 *J L Econ & Org* 225, p. 244, 1985

ROMANO, R., *The Genius of American Corporate Law*, Washington, DC: AEI Press, p. 15-16, 1993

ROSSI, Stefano e VOLPIN, Paolo - *In Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions*, 74 *J. FIN. ECON.*, p. 277-281 tbl.1, 2004

SAULSBURY IV, Albert O. “Chip”. *The Availability of Takeover Defenses and Deal Protection Devices for Anglo-american Target Companies*, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 37, p. 117-161

SKEEL JR., David A. - *Icarus and American Corporate Regulation in After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US* 1, p. 129-147

SMITH, C. D. - *Federalism and Company Law: A Race to the Bottom in the European Community*. *Georgetown Law Journal* 79(5), p. 1581-1618, 1991

SMITH, Michael P. - *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*, 51 *J. Fin.*, p. 227-228, 1996

SOLOMON, Stephen Davidoff, *Mylan’s Too-Harsh Takeover Defense*, *N.Y. Times: Dealbook*, May 8, 2015

STEPHEN M. Bainbridge, *Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes*, 19 *Pepp. L. Ver.*, p. 971-987, 1992

STRINE JR., Leo E. – The Soviet Constitution Problem in Comparative Law: Testing the Proposition That European Corporate Law is More Stockholder Focused Than U.S. Corporate Law, USC Gould School of Law, November 5, 2015

STRINE JR., Leo E. - Delaware's Corporate Law System: Is Corporate America Buying an Exquisite Jewel or a Diamond in the Rough? A Response to Kahan & Kamar's Price Discrimination in the Market of Corporate law, Cornell Law Review 86, p. 1257-1263, 2001

THOMPSON, Robert B. - Takeover Regulation After the "Convergence" of Corporate Law. Working Paper No. 02-26. University of Sydney Law Journal, 2002

THOMPSON JR., Samuel C. - Change of Control Board: Federal Preemption of the Law Governing a Target's Directors, Mississippi Law Journal 70, p. 35-36, 2000

TSAGAS, Georgina - Reflecting on the Value of Socially Responsible Practices Post Takeover of Cadbury's Plc by Kraft Foods Inc: Implications for the Revision of the EU Takeover Directive, University of Oslo Faculty of Law Legal Studies. Research Paper Series No. 2012-06. In European Company Law, Vol. 9, Issue 2, April 2012

VIETOR, Richard H. K. - Government Regulation of Business, Cambridge Economic History of the United States, Volume III, The Twentieth Century, edited by Stanley L. Engerman and Robert E. Gallman, Cambridge University Press, 2000

VRANCA, Larry e MAROLIA, Dilshad - The Evolution of R 14e-5 in Cross-border Takeovers. Part 1: the US's Deferral to the Law of the Home Country. Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, January 2010

VRANCA, Larry e MAROLIA, Dilshad - The Evolution of R 14e-5 in Cross-border Takeovers. Part 2: a survey of international "increase to match" provisions. Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, February 2010