

Universidade Católica Portuguesa

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito e Católica Lisbon School of Business & Economics



A Regra de não frustração de OPA

Professor Orientador Jorge Brito Pereira

Elaborada por Mateus Sossai

Nº 142712046

23 de julho de 2015

Universidade Católica Portuguesa

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito e Católica Lisbon School of Business & Economics



A Regra de não frustração de OPA

Professor Orientador Jorge Brito Pereira

Elaborada por Mateus Sossai

Nº 142712046

23 de julho de 2015

*À Maria Del Rosário,
fiel personificação do Amor de Mãe,
muito obrigado.
Aos meus amigos,
verdadeiros como a amizade deve ser,
aquele abraço.*

Índice

Abreviaturas	1
Introdução.....	2
1. A sociedade Aberta	3
1.1. Razão de Ordem	3
1.2. Conceito de Sociedade Aberta.....	3
1.3. Sociedade Aberta e problemas de Governação Societária	4
2. Oferta Pública de Aquisição.....	6
2.1 <i>Ratio</i> da regulação dos negócios sobre valores mobiliários	6
2.2. Conceito de ofertas pública.	6
2.3. Conceito de OPA.....	7
2.4. A (intenção de) aquisição de controlo como traço definidor da OPA.....	8
2.5. OPA amigável <i>versus</i> OPA hostil.	8
2.6. Os conflitos de interesse emergentes de uma OPA hostil	9
2.7. O comportamento defensivo da administração da sociedade visada.....	10
3. As recomendações do grupo de alto nível de peritos de Direito das Sociedades no contexto da harmonização europeia da regulação das OPAs.....	11
3.1. O relatório do grupo de alto nível de peritos de Direito das Sociedades sobre problemas relacionados com OPAs	12
3.1.1 O princípio da soberania acionista	12
3.1.2. Proporcionalidade entre incorrência de risco e controlo societário.....	13
3.1.3. Provisões recomendadas.....	14
4. Medidas defensivas.	14
4.1. Medidas preventivas <i>versus</i> medidas reativas.....	14
4.2. Medidas defensivas reativas.....	15
4.2.1. <i>Golden parachute</i>	15
4.2.2. As Jóias da Coroa (<i>Crown Jewels</i>).....	16
4.2.3. Distribuição de bens/dividendos aos acionistas.....	17
4.2.4. Emissão de valores mobiliários.....	18

4.2.5 Compra de ações próprias	19
4.2.6. Compra de Ações do oferente.	20
4.2.7. <i>White knigh defence</i>	21
5. A regra de não frustração de OPA.....	22
5.1. <i>Ratio Legis</i>	22
5.2 Âmbito de aplicação.....	23
5.2.1 Âmbito objetivo: A OPA limitadora	23
5.2.2. Âmbito subjetivo	24
5.2.2.1. Âmbito orgânico.....	25
5.2.2.2. Eficácia intersubjetiva	25
5.2.3. Âmbito temporal da limitação	27
5.2.3.1. Início do período da limitação.....	27
5.2.3.2 Cessação da limitação	29
5.3. O ato proibido.....	30
5.3.1. Alteração substancial do património societário.....	31
5.3.2. Excepcionalidade do ato.....	33
5.3.3. Frustração dos objetivos do Oferente	35
5.4. Exceções.....	36
5.4.1. Cumprimento de obrigações prévias	36
5.4.2. Autorização dos acionistas	38
5.4.2.1. A admissibilidade de autorização concedida antes da OPA.....	39
5.4.3. Exceção de reciprocidade	41
5.5. Responsabilidade Civil por lançamento abusivo de OPA	44
5.6. Natureza Jurídica.....	44
5.7. A legítima adoção de medidas defensivas como fundamento de revogação da oferta	46
Conclusão	47
Bibliografia.....	49

Abreviaturas

AAVV - Autores Vários

AG - Assembleia Geral

art.(s) - artigo(s)

Cadernos MVM - Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários

CC - Código Civil

CentER – Tilburg University Centre for Economic Research

CEPS - Centre for European Policy Studies

Cfr.- conforme

CIRE - Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas

Cód.MVM- Código do Mercado de Valores Mobiliários

CSC - Código das Sociedades Comerciais

CVM - Código dos Valores Mobiliários

DL- Decreto-Lei

ECGI - *European Corporate Governance Institute*

EM - Estado Membro

HLG – The high level group of company law experts

LSE- London School of Economics

NCFR – Norma contabilística de relato financeiro

ob. cit. - obra citada

OPA - Oferta Pública de Aquisição

(org) - sob a direção

p(pp) - página(s)

RNF - Regra de Não Frustração

SNC - Sistema de Normalização Contabilística

SOAS – (university of London) The School of Oriental and African Studies

ss – seguintes

TILEC -Tilburg Law and Economics Center

v. - *vide*

vol(s) - volume(s)

Introdução

A oferta pública de aquisição representa um meio de concentração empresarial, em que uma sociedade aberta dirige a todos os acionistas de outra uma proposta negocial de aquisição de valores mobiliários através de um procedimento legalmente estabelecido¹. O lançamento de uma OPA, quando feito de maneira Hostil², levanta um problema de conflito de interesse, de acordo com o qual os administradores da sociedade visada serão tentados a frustrar a OPA através de atuações que tornem a sociedade menos “opável”, mesmo que isso seja contrário ao interesse dos acionistas, donos da sociedade, que podem estar interessados no prémio oferecido.

Neste sentido, vários ordenamentos jurídicos nacionais e posteriormente o ordenamento jurídico europeu em geral, adotaram uma norma que limita os poderes da administração da sociedade visada.

No capítulo 1 estudaremos de forma breve o conceito de sociedade aberta. No Capítulo dois apresentaremos os conceitos de oferta pública, de OPA e os conflitos de interesses inerentes a estas. O terceiro capítulo será dedicado a breve análise do relatório do grupo de alto nível de peritos em Direito Societário sobre os problemas relacionados com as OPAs. O capítulo quatro apresenta um breve levantamento das principais medidas defensivas que podem ser usadas pelos administradores da sociedade visada. Por último no quinto capítulo, vamos dedicar-nos á apreciação global do regime de não frustração em vigor por força do artigo 182º do CVM³.

¹ Cfr. Paulo Câmara, *Manual De Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª Edição, Almedina, Lisboa, 2011, p. 571.

² Sem um acordo prévio com a administração da sociedade visada

³ Doravante, qualquer referência legislativa que não esteja acompanhada da identificação do diploma reporta-se ao CVM

1. A sociedade Aberta

1.1. Razão de Ordem

O legislador do CVM atribui um “renovado protagonismo”⁴ às Sociedades com capital aberto ao investimento público⁵. Referida várias vezes no código, uma delas é para delimitação do conceito de Oferta Pública no artigo 109º, nº3 a).

Uma vez que o presente trabalho tem como objeto um determinado aspeto do regime da OPA e que esta apenas poderá ser dirigida aos acionistas das sociedades abertas, torna-se necessário compreender melhor esta específica estrutura e entender os interesses conflitantes que nela se desenvolvem.

1.2. Conceito de Sociedade Aberta⁶

A qualificação da sociedade como sociedade aberta depende da verificação das situações previstas no artigo 13º do CVM.

A primeira situação de facto, elencada no artigo 13º, nº1, a), prende-se com a decisão dos fundadores da sociedade de a constituírem através do processo de subscrição pública regulado no CSC nos artigos 279º e ss. e nos artigos 109º e ss. do CVM⁷.

A alínea b) do artigo 13º atribui a qualidade de sociedade aberta às sociedades emitentes de ações e valores mobiliários que confirmam direito à sua aquisição ou subscrição, desde que tenham sido objeto de oferta pública de subscrição. Incluem-se aqui o aumento de capital social, as obrigações convertíveis e *warrants* que conferem o direito à aquisição de ações.

São também consideradas sociedades abertas, as emitentes de ações ou outros valores mobiliários que atribuem direito à sua aquisição, que estejam ou tenham estado admitidos à negociação em mercado regulamentado ou em bolsa (artigo 13º, nº1, c)). A admissão à negociação em mercado regulamentado depende de decisão da entidade que gere esse mercado, mediante o pedido da sociedade, ou, no caso de sociedades que já sejam abertas, esse pedido pode ser apresentado por acionistas que representem pelo menos 10% do capital

⁴ Paulo Câmara, *Manual...*, ob. cit., p. 495.

⁵ Doravante abreviada como Sociedade Aberta

⁶ Para um desenvolvimento mais aprofundado sobre o conceito e o regime das sociedades abertas, v. Antonio pereira de Almeida, *Sociedades Abertas*, Direito dos Valores Mobiliários, VI, Coimbra Editora, 2006, pp. 9-50.

social (artigo 233º do CVM). Repare-se ainda que essa admissão não precisa de ser atual, de acordo com a letra do artigo 13º e pelo facto de a exclusão dos valores mobiliários não implicar por si só a perda da qualidade de sociedade aberta conforme o artigo 27º, nº1 c).

A qualidade de sociedade aberta também pode ser adquirida através da alienação de valores mobiliários em quantidade superior a 10%, através de oferta pública de venda ou de troca, conforme o artigo 13º, nº1, d).

A sociedade que resulte da cisão de sociedade aberta ou que a incorporem através de fusão também são consideradas sociedades abertas conforme alínea e) do nº1 do artigo 13º. Trata-se da manutenção da qualidade de sociedade aberta por sociedades que já o eram, embora noutro contexto societário.

Uma última possibilidade de aquisição da qualidade de sociedade aberta, é avançada pelo CIRE no artigo 204º que considera sociedade aberta ao investimento público, as que sejam emitentes de ações em que sejam convertidos créditos sobre a insolvência.

Como podemos observar, o denominador comum dos principais factos qualificadores da sociedade aberta prendem-se com a dispersão ou potencial dispersão do seu capital. Este aspeto é tão mais claro quando analisamos as condições da perda do estatuto de sociedade aberta, pois o artigo 27º, faz depender essa perda da concentração da titularidade de 90% do capital em uma só entidade, ou da deliberação formada por 90% dos direitos de voto. Fica claro que dispersão ou concentração acionista são conceitos fundamentais à qualificação das Sociedades Abertas.

1.3. Sociedade Aberta e problemas de Governação Societária⁸

Devido à dispersão dos seus acionistas, os problemas da separação entre propriedade e controlo da sociedade tornam-se mais evidentes do que em qualquer outra realidade societária, assim pode dizer-se que as sociedades abertas são por natureza verdadeiramente

⁸ Para maiores desenvolvimentos sobre as matérias de *Corporate Governance*, v.; Paulo Câmara, *O governo das sociedades em Portugal: Uma Introdução*, Cadernos MVM, nº12, 2001, pp. 46-55; Fernando Silva, *Códigos de Governo Societário: Does one size fit all?*, Cadernos MVM, nº 33, 2009, pp. 40-71; Pedro Verga Matos, *A relação entre os accionistas e os gestores de sociedades cotadas: alguns problemas e soluções*, Cadernos MVM, nº33, 2009, 92-104; Pedro Alexandre Tavares da Silva *Fatores que influenciam o Cumprimento das recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades cotadas*, Cadernos MVM, nº 46, 2013, pp. 62-87.

anónimas⁹, pois a grande maioria dos acionistas não é conhecida e não fazem parte das decisões da vida societária.

Associado à dispersão do capital das grandes sociedades surge o fenómeno da massificação do mercado de capitais, tornando-se necessária a distinção conceptual e de estatuto entre investidores qualificados e não qualificados. Neste contexto, emerge o problema da assimetria de informação entre Emitentes dos valores mobiliários e investidores (especialmente em relação aos investidores não qualificados), pois os primeiros vão sempre conhecer melhor a realidade empresarial subjacente aos valores mobiliários por si emitidos que os segundos.

A crescente complexidade da administração das grandes sociedades implica por um lado a maior profissionalização dos titulares dos órgãos de administração e por outro o inevitável afastamento da maioria dos acionistas das grandes decisões da vida empresarial. Este afastamento pode favorecer um comportamento mais displicente ou menos ético por parte dos administradores (agentes) que podem utilizar os seus poderes e os recursos societários de acordo com interesses próprios, podendo prejudicar os dos acionistas (principal). Outro fator que favorece esse conflito prende-se com o facto de os administradores não correrem o risco de capital, incorrido pelos acionistas.

Outro conflito de interesse que pode surgir nas sociedades abertas prende-se com o facto de que, por haver maior dispersão dos acionistas, se torne relativamente fácil conseguir controlar a sociedade com a aquisição de pouca representação do capital assim, existe outra forma de separação dos conceitos de propriedade e controlo societário¹⁰.

A abertura das sociedades ao investimento público, faz com que estas estejam mais vulneráveis às alterações de controlo, exercendo um especial protagonismo a regulação do fenómeno das ofertas públicas.

É por esta razão que a qualificação da sociedade como aberta implica uma série de especialidades no seu regime, relativos a participações qualificadas, publicidade, comunicações, direito de informação, acordos para-sociais e práticas de governo societário¹¹.

⁹ Cfr. Antonio Pereira de Almeida, ob. cit. pp. 9

¹⁰ Sendo este o caso mais frequente na Europa Continental

¹¹ Mais desenvolvidamente em, Paulo Câmara *Manual...*, ob. cit., pp. 515- 542; Antonio Pereira de Almeida, ob. cit., pp. 15-42

A RNF que iremos analisar surge neste contexto da regulação de interesses conflitantes que surgem nas sociedades abertas.

2. Oferta Pública de Aquisição

2.1 Ratio da regulação dos negócios sobre valores mobiliários

Como foi previamente referido, a crescente complexidade da realidade da atividade das grandes sociedades e dos mercados financeiros, bem como a sua massificação, fez com que o legislador tivesse uma especial preocupação com a proteção dos investidores¹², como forma de assegurar a confiança e o normal funcionamento do mercado de capitais.

Outra ideia que orienta a regulação dos negócios sobre valores mobiliários, prende-se com uma questão de ordem prática. Num mercado de capitais massificado, torna-se pouco viável arguir as invalidades que possam viciar os contratos celebrados de forma a obter os devidos efeitos. Essa dificuldade torna-se ainda mais evidente no caso das ofertas públicas devido ao elevado número de contraentes.

Pelas razões expostas, o legislador atribui especial relevância à regulamentação dos processos pré-contratuais, de forma a garantir decisões livres e bem informadas por parte dos investidores¹³. Para tal, o legislador define uma série de realidades de facto às quais atribui o estatuto de oferta pública, vinculando-as a processos especiais de contratação.

2.2. Conceito de ofertas pública.

A oferta pública pode ser definida como uma proposta comercial dirigida ao público, tendo como objetivo a emissão, a alienação ou a aquisição de valores mobiliários segundo um procedimento prescrito por lei¹⁴.

O CVM no artigo 109º, nº 1, define os denominadores comuns aos vários tipos de oferta pública. O primeiro é o de que a oferta pública tem sempre por objecto valores mobiliários. O segundo é que esta deve ser dirigida a destinatários indeterminados.

¹² Em especial dos investidores qualificados

¹³ Paulo Câmara, *Manual...*, ob. cit., p. 543

¹⁴ Paulo Câmara, *Manual...*, ob. cit., p. 544

O artigo 109º, nº 3 vem enumerar algumas situações de facto que devem ser consideradas como ofertas públicas, ainda que possa falhar o requisito de indeterminação do nº1. Na alínea a) são consideradas públicas, as ofertas dirigidas à generalidade dos acionistas das Sociedades Abertas ainda que se tratem de ações nominativas, falhando neste caso o requisito da indeterminação dos destinatários. A al. b) considera como pública, as oferta precedidas de prospeção junto de destinatários indeterminados, tratando-se de uma situação em que a indeterminação só ocorre num momento prévio ao lançamento da oferta, que, por sua vez, já tem destinatários determinados. Por último, a al. c), apresenta um critério que se prende com a quantidade de destinatários, que podem ou não ser indeterminados.

Com base nos critérios definidos no artigo 109º, o CVM regula em capítulos separados a oferta de distribuição que inclui a oferta de subscrição (168º -169º) e a oferta de venda (170º-172º), por um lado, e a ofertas pública de aquisição (173º-197º), por outro.

2.3. Conceito de OPA

Tendo em conta a noção de oferta pública previamente apresentada, acrescenta-se que a oferta pública de aquisição configura-se como uma proposta de compra de valores mobiliários dirigidos a generalidade dos acionistas de uma Sociedade Aberta, de acordo com um procedimento legalmente vinculado.

A oferta pode ser de aquisição da totalidade dos valores mobiliários ou apenas de uma parte destes, sendo que neste caso se considera como uma oferta parcial.

A OPA é dirigida ao público, embora esse público esteja circunscrito ao universo dos acionistas da sociedade visada pela oferta. É importante que os destinatários não sejam determinados. Conforme o artigo 109º, nº 3 a), a oferta será sujeita ao regime das ofertas públicas (de aquisição), ainda que possa existir um certo grau de determinação dos destinatários¹⁵.

A OPA segue um procedimento próprio tipificado no CVM, onde estão regulados o registo da oferta, a elaboração e divulgação do anúncio preliminar e do prospeto, a obrigação de intermediação financeira, o relatório da sociedade visada, a receção e apuramento das declarações de aceitação e prazos. Para além das regras de procedimento, os intervenientes

¹⁵ Lembramos que a oferta é considerada pública mesmo quando as ações que são objeto da oferta sejam nominativas.

estão sujeitos a regras substantivas especiais que vigoram durante o período da oferta, ou por causa desta, tais como, normas especiais relativas às transações sobre os valores mobiliários visados durante o período da oferta, responsabilidade civil por lançamento de OPA abusiva e pelo prospeto, limitação dos poderes da administração da sociedade visada, entre outras.

2.4. A (intenção de) aquisição de controlo como traço definidor da OPA

Em teoria, a OPA não implica necessariamente a aquisição do controlo sobre a sociedade emitente, pois podem existir ofertas que incidam sobre outros valores mobiliários (173º, nº3 *a contrario*).

No entanto, boa parte dos problemas e da discussão sobre as OPAs, está invariavelmente ligado à OPA enquanto mecanismo de aquisição do controlo acionista sobre as sociedades abertas. Repare-se ainda que a intenção de aquisição do controlo da sociedade visada está diretamente ligada ao conceito de OPA para efeitos da Diretiva 2004/25/CE de 21 de Abril de 2004¹⁶ (artigo 2º, nº1, a)).

Em vários pontos, o regime da OPA estipulado pelo CVM, está dependente de a oferta incidir sobre ações ou valores mobiliários que confirmam direito a sua aquisição. O artigo 173º, nº 3 isenta as OPAs que não incidam sobre ações ou valores mobiliários, que confirmam o direito à sua aquisição, de uma boa parte do seu regime incluindo a RNF.

Assim podemos concluir que a alteração de controlo societário, não sendo essencial para o conceito de OPA, é um dos parâmetros fundamentais de toda a regulação europeia e nacional.

2.5. OPA amigável *versus* OPA hostil.

Trata-se de uma distinção que, apesar de não resultar de nenhuma norma, é determinante para a regulamentação das OPAs. Ainda que a OPA (tendencialmente) resulte na alteração do controlo acionista, nem sempre esta implicará os mesmos problemas de conflito de interesses que orientam os esforços legislativo nessa matéria.

A sociedade que pretende adquirir outra, pode lançar uma OPA com prévio acordo dos titulares dos órgãos de administração da sociedade visada, caso em que a OPA é designada como amigável, ou, em caso de falta de acordo dos administradores da sociedade visada, o

¹⁶ Doravante “Diretiva”

adquirente dirige a oferta diretamente aos acionistas, sem ou contrariamente à vontade dos administradores.

O legislador não confere de uma forma expressa eficácia à hostilidade da oferta, quer isto dizer que o regime da OPA será aplicável, quer a OPA seja amigável, quer seja hostil, no entanto é patente que é a OPA hostil que origina os problemas de conflito de interesses que dominam o debate da doutrina e o próprio pensamento legislativo.

Não quer isto dizer que na OPA realizada de forma amigável não possa existir um conflito de interesses entre acionistas e administradores da sociedade visada. Martynova e Renneboog¹⁷, ao reverem os dados da onda de M&A dos anos 90, concluíram que a OPA hostil gera mais retorno para os acionistas da sociedade visada do que a OPA amigável. Por isso não se pode excluir a ideia de que os administradores, pretendendo a manutenção dos seus cargos, preferiram entrar em negociações e colaborar com um oferente amigável, embora o retorno destas possa ser inferior para os acionistas do que seria em caso de uma oferta hostil.

2.6. Os conflitos de interesse emergentes de uma OPA hostil

No lançamento de uma OPA, sobretudo hostil, surgem uma série de interesses que podem ser conflitantes. A regulação da OPA é em grande parte destinada a resolver tais conflitos, garantido que a OPA não venha a ser perturbada ou venha gerar outros conflitos.

O primeiro destes conflitos prende-se com a supramencionada distância entre a propriedade da sociedade (acionistas) e controlo da mesma (administração). Se este conflito já está patente em toda a vida societária, o lançamento de uma OPA vem agravar o problema. Por um lado, os acionistas, enquanto investidores estão interessados em maximizar o seu investimento através do prémio¹⁸ que geralmente é oferecido numa OPA, por outro lado, os administradores sentem que a sua posição na sociedade é ameaçada pelo oferente hostil e

¹⁷Cfr. Marina Martynova; Luc Renneboog, *Mergers and Acquisitions in Europe*, ECGI - Finance Working Paper No. 114/2006; CentER Discussion Paper Series No. 2006-06, 2006; v. também, Marina, Martynova; Sjoerd, Oosting; Luc, Renneboog, *The Long-Term Operating Performance of European Mergers and Acquisitions*, ECGI - Finance Working Paper No. 137/2006; TILEC Discussion Paper No. 2006-030, 2006,

¹⁸ Esse prémio que é oferecido, pode ser chamado de “prémio de controlo”, e trata-se da atribuição de uma contrapartida maior do que aquela que a ação vale no mercado. Obviamente que esse prémio não é ilimitado e não se funda apenas na necessidade de aliciar o acionista da sociedade visada. Esse prémio resulta da avaliação que a sociedade oferente faz dos ganhos pode ter com a aquisição da sociedade como por exemplo os ganhos de sinergia, segundo os quais a sociedade combinada vale mais do que a sociedade visada e oferente separadas. Sobre a decisão financeira do lançamento de M&A, v., Allen, Franklin; Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C., *Principles of Corporate Finance*, Tenth Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, 2011. pp. 792-865.

podem ver-se tentados a praticar atos que tenha em vista a sua inviabilização (económica ou legal). Este conflito justifica a consagração da RNF.

Mais frequente na Europa continental, é o conflito entre acionistas majoritários e minoritários, tratando-se de um fenómeno de desproporcionalidade entre o capital detido e o controlo sobre a sociedade. Basta imaginar uma sociedade em que um acionista detém uma percentagem elevada dos direitos de voto na sociedade e que o resto está pulverizado entre pequenos investidores. Assim, esse acionista pode exercer um domínio total sobre a sociedade apesar de não deter 100% do capital da mesma. Este é um conflito que pode existir antes, durante e após a OPA. Durante a OPA este conflito está na origem de regras especiais relativa a maiorias deliberativas na pendência da oferta. Depois da OPA pode haver interesses por um lado, da parte dos acionistas que permaneceram na sociedade visada em desinvestirem por não estarem de acordo com o oferente (novo acionista majoritário) relativamente as orientações da sociedade, razão pela qual o legislador consagra a obrigação do lançamento de OPA, e por outro lado, o novo acionista (oferente) pode estar interessado em exercer os seus poderes sem interferências de interesses minoritários e também de colherem o proveito total do seu investimento na sociedade visada, que leva o legislador a consagrar o mecanismo da aquisição potestativa.

O oferente é também um dos *stakeholder* com mais influencia na regulação, os seus interesse encontram-se tutelados em várias previsões do CVM. A título de exemplo, a RNF faz menção expressa aos objetivos do oferente para efeitos de limitação dos poderes da administração da sociedade visada.

2.7. O comportamento defensivo da administração da sociedade visada

O lançamento de uma oferta hostil, implica muitas vezes uma série de juízos sobre a performance, as estratégias e a eficiência dos administradores da sociedade visada. O acionista enquanto investidor vai ter em consideração aquilo que ganha se mantiver o seu investimento, observando o desempenho passado e as expectativas futuras para a sociedade e aquilo que ganha desinvestindo nesta. Ora se, o acionista não acredita que a sociedade através da sua atividade ou da evolução do preço das ações, vá gerar um retorno superior ao prémio da oferta e conseqüente investimento em outras alternativas, certamente aceitará a proposta. Por outro lado, a hostilidade da oferta significa que muito provavelmente os possíveis novos

“donos” não estão interessados na atual composição dos órgãos de administração da sociedade visada e que após assumirem o controlo tenderão a substituir os administradores.

O cenário descrito no parágrafo anterior pode levar a que os administradores da sociedade visada, tendo em vista a manutenção da sua posição, tentem frustrar a oferta, através de operações que tornem a sociedade visada menos atrativa ou mesmo a oferta (legal ou financeiramente) inviável.

3. As recomendações do grupo de alto nível de peritos de Direito das Sociedades no contexto da harmonização europeia da regulação das OPAs

A Diretiva 2004/25/CE de 21 de Abril de 2004 resultou de um longo processo que teve início em 1974, tratando-se de um conjunto de complicadas negociações entre EMs e o Parlamento Europeu , tendo gerado logo de início um aceso debate na doutrina e entre os próprios agentes económicos¹⁹.

Grande parte das dificuldades relativamente a harmonização do Direito das OPAs prendiam-se com a OPA obrigatória e com a limitação da capacidade defensiva das sociedades. Esta segunda matéria era ainda mais problemática, tendo em conta que as condições não eram iguais em todos os EMs, bem como entre a Europa e os Estados Unidos. Havia, portanto o problema das Sociedades de alguns EMs estarem mais vulneráveis do que as de outros.

É neste contexto que a Comissão encomendou ao grupo de alto nível de peritos de Direito das Sociedades a tarefa de analisar as regras das OPAs e definir prioridades para a harmonização do regime europeu. O grupo apresentou um relatório²⁰ em Janeiro de 2002 que, para além da recomendação de uma regra de aquisição potestativa (*squeeze-out*), concentrava-se na criação de regras equitativas relativamente as OPAs (*level playing field*).

¹⁹ Para maior desenvolvimento sobre o processo evolutivo da regulação europeia sobre OPAs, v., Klaus J. Hopt, *A harmonização do regime das ofertas públicas de aquisição (OPAs) na Europa*, Direito dos Valores Mobiliários, V, Coimbra Editora, 2004, pp. 215-240.

²⁰ The High Level Group of Company Law Experts report on Issues related to Takeover Bids, Brussels January 2002, Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf

3.1. O relatório do grupo de alto nível de peritos de Direito das Sociedades sobre problemas relacionados com OPAs

O relatório começa por salientar a importância que a regulação da OPA desempenha no processo de integração do mercado europeu de capitais, para em seguida apontar a falta de um tratamento uniformizado sobre a matéria como um dos principais obstáculos ao desenvolvimento desse mercado.

O mecanismo da OPA é visto como gerador de vários benefícios, pois permite aos acionistas da sociedade visada realizarem mais valias com a venda das ações que não conseguiriam com a venda ao preço de mercado e possibilita a exploração de ganhos de sinergias por parte das sociedades europeias, acentuando dessa forma o fortalecimento das mesmas.

Outro benefício apontado à OPA prende-se com a função disciplinadora desta como mecanismo externo de *Corporate Governance*. A OPA permite que as sociedades melhor administradas tomem controlo daquelas que, devido ao fraco desempenho dos seus administradores, apresentam uma performance abaixo das expectativas dos acionistas, garantido desta forma a melhor gestão dos ativos societários. No entanto, a eminência de uma OPA hostil representa uma constante ameaça aos administradores das sociedades, de maneira a que procurem sempre atuar da melhor forma possível.

O relatório apresenta os dois princípios que devem orientar a regulação das OPAs: o primado da decisão dos acionistas, ou soberania acionista, e a proporcionalidade entre a incorrência do risco de capital e o controlo societário.

Por último, o grupo apresenta as recomendações que permitem resolver os problemas associados à OPA tendo em conta os princípios orientadores que devem ser seguidos.

3.1.1 O princípio da soberania acionista

O relatório defende que a decisão sobre o sucesso de uma OPA validamente lançada deve pertencer única e exclusivamente aos acionistas proprietários dos valores mobiliários alvos da oferta, cabendo à administração um papel auxiliar desta decisão.

De notar que a livre transmissibilidade dos valores mobiliários é uma característica fundamental do mercado de capitais e da sua regulação. É para facilitar, e ao mesmo tempo

conferir segurança às transações, que existe o Direito dos Valores Mobiliários²¹. Assim qualquer realidade que limite a transmissibilidade da ação deve ser considerada uma exceção, devendo estar sujeita ao sufrágio dos acionistas, seja nos estatutos enquanto expressão da vontade dos sócios fundadores, seja através de deliberações da assembleia geral de acionistas. É por isso que no caso de OPA, a intervenção de um terceiro em relação à venda dos valores em causa, que limita ou mesmo impede o negócio, deve ser autorizada pelos acionistas.

Creemos que as medidas defensivas por parte da administração da sociedade visada, constituem uma exceção à livre transmissibilidade dos valores mobiliários e uma limitação aos acionistas no seu direito de alienar as suas ações e por isso, apenas por autorização destes, a administração pode tomar medidas defensivas que ponham em risco a OPA, sendo possível no entanto tomar medidas, que sem por em risco o negócio, sejam vantajosa para os acionistas, como é o caso da procura de oferta concorrente.

Assim como o grupo de alto nível, consideramos insuficientes os argumentos que suportam uma maior discricionariedade dos administradores durante a OPA. Embora seja verdade que os administradores muitas vezes estão em melhor posição para negociar o preço das ações podendo conseguir melhores condições para os seus acionistas, consideramos que não devem ter a última palavra quanto ao investimento do qual são meros agentes. Também não acolhemos o argumento da defesa dos interesses de outros *stakeholders*²² tais como os trabalhadores ou os credores que podem ser conflitantes com os dos acionistas no decurso de uma OPA, pois cremos que o interesse social, ao qual o administrador deve lealdade, sem se esgotar no interesse do acionista (proprietário da sociedade), identifica-se em primeira linha com este, cabendo uma lealdade secundária em relação aos outros *stakeholder*.

3.1.2. Proporcionalidade entre incorrência de risco e controlo societário

O segundo princípio-base do regime deverá ser o de que os titulares de participação na sociedade, enquanto maiores portadores do risco de capital, devem normalmente estar munidos de controlo societário, na medida do risco que incorrem. Eventuais mecanismos legais ou estatutários não deverão ser impostos para efeitos de frustração de OPA.

²¹Cfr. Paulo Câmara, *Manual...*, ob. Cit., pp. 28-34

²²Cfr. Alexander white, *Reassessing the Rationales for the Takeover Bids Directive's Board Neutrality Rule*, *European Business Law Review*, Vol. 5, No. 23, 2012

3.1.3. Provisões recomendadas

O relatório apresenta provisões que deverão constar da regulação da OPA para concretizar os princípios da soberania acionista e da proporcionalidade entre risco e controlo.

Primeiramente, destaca-se o papel que deve ter a divulgação de informação completa sobre estrutura acionista, participações qualificadas e formas de controlo indireto sobre a sociedade de forma a reduzir as assimetrias de informação que existem no mercado e que normalmente é mais desfavorável aos investidores (especialmente os não qualificados).

A segunda provisão tem como objetivo que a decisão do acionista da sociedade visada não seja perturbada ilegitimamente pelos órgãos de administração e configura-se como a limitação dos poderes destes durante o período da oferta.

Por último, prevê-se a inoponibilidade de mecanismos de desproporção entre propriedade e controlo conhecida como “*break-through rule*”.²³

4. Medidas defensivas.²⁴

São várias as estratégias defensivas que os órgãos de administração podem utilizar para fazer face à ameaça de uma OPA hostil. Analisando a distinção mais difundida pela doutrina, que diferencia as medidas defensivas entre preventivas e reativas, para depois passar a apresentar os vários tipos de medidas reativas, pois são estas que nos interessam para efeitos do estudo da RNF.

4.1. Medidas preventivas *versus* medidas reativas

Tendo por base um critério distintivo temporal, as medidas defensivas podem ser preventivas ou reativas, conforme sejam praticados antes ou depois do lançamento da OPA.

As medidas preventivas são aquelas que são adoptadas antes do lançamento da OPA, podendo ser divididas em preventivas *stricto sensu* e diferidas. As primeiras são aprovadas e aplicadas antes da oferta enquanto, as segundas apesar de serem aprovadas em momento prévio à OPA, a sua prática só ocorrerá no período posterior, funcionando o lançamento da oferta como

²³ O Relatório também desenvolve os temas da OPA obrigatória e da sua contrapartida, e da *squeeze-out rule*

²⁴ Para maiores desenvolvimentos sobre as medidas defensivas, v., Luis Teles Menezes Leitão, *As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil*, Direito dos Valores Mobiliários, VII, Coimbra Editora, 2007, pp. 57-76; Orlando Vogler Guiné, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Almedina, 2009, pp. 31-58.

condição suspensiva destas medidas defensivas. As medidas reativas por sua vez, apenas podem ser aprovadas após o lançamento da OPA.

Chamamos a atenção para o facto de a Diretiva conter provisões específicas destinadas a ambos os tipos defensivos. Relativamente às medidas preventivas, a diretiva consagra, no artigo 11º, uma regra que retira a eficácia a regras que limitam a transmissão de ações e exercícios do direito de voto, quer estejam previstas nos estatutos da sociedade quer resultem de acordos para-sociais. Quanto às medidas reativas, o legislador europeu prevê a RNF no artigo 9º.

4.2. Medidas defensivas reativas

Apresenta-se agora um breve levantamento das principais medidas defensivas reativas, pois são estas que mais interessam para a análise da RNF, por serem adoptadas durante o período de limitação da norma em estudo.

4.2.1. *Golden parachute*

O *golden parachute* determina o estabelecimento de uma compensação avultada para o administrador em caso de destituição antecipada tornando desta forma, a substituição dos quadros de administração muito mais custosa para o oferente em caso de sucesso da oferta²⁵.

Para efeitos de aplicação da RNF, interessa-nos apenas o *golden-parachute* que é adotado após o lançamento da OPA²⁶. Olhando para os dados do direito societário, segundo o qual a fixação da remuneração dos membros da administração (incluindo-se por maioria de razão o estabelecimento de compensações por cessação das funções dos administradores), é da competência da AG (artigo 399º, do CSC), ou do conselho geral e de supervisão (429º do CSC) ou ainda por uma comissão escolhida por algum destes órgãos, conforme cada caso, temos de concluir que um *golden-parachute* só poderá estar sujeito à RNF se possuir cumulativamente as seguintes características: tem de ser aprovado após o lançamento da OPA; deve ser aprovado pelo conselho geral e de supervisão, pela AG sem verificação da maioria exigível para alteração do pacto social (182º, nº4, b), do CVM), ou aprovado pela

²⁵ Cfr. Robert W. McGee, *Some Overlooked Ethical Issues in Acquisitions and Mergers*, Fayetteville State University, 2004, p. 6

²⁶ No caso de um *golden-parachute* adotado antes do lançamento de OPA, estaremos a falar de uma medida preventiva que não se enquadra no escopo do artigo 182º do CVM. A doutrina tende a considerar que se trata de um tipo defensivo que tanto pode ser uma defesa preventiva como reativa. Cfr. Thomas Stohlmeier, *German Public Takeover Law*, Kluwer, Series of Legislation in Translation 18, p. 88.

comissão criada para o efeito tanto pela AG bem como pelo conselho geral e de supervisão). Apenas nestes casos estamos perante uma defesa reativa, que, uma vez verificados os outros requisitos, não será admitida pelo legislador.

4.2.2. As Jóias da Coroa (*Crown Jewels*)

Muitas vezes o oferente tem como objetivo controlar certo ativo da sociedade visada recorrendo para isso à OPA. Nestes casos em que a oferta prende-se com a obtenção do controlo de determinado ativo, a administração da sociedade visada pode frustrar a OPA através da alienação destes bens, vendendo os ativos que justificam o interesse do oferente, ou seja as “jóias da coroa”, sem as quais a sociedade visada não tem valor para o oferente²⁷.

Repare-se que a importância desse ativo não depende do seu papel para a sociedade visada em si, antes o seu valor (que pode ser explorado defensivamente) depende de que estes ativos sejam pelo menos um dos fatores determinantes da decisão do lançamento de OPA, não obstante a maioria das vezes a importância de determinado ativo para a sociedade visada coincidir com a importância que desempenha na motivação da oferta.

Apresentam-se assim dois cenários diversos: o ativo em questão é de suma importância, tanto para a sociedade visada quanto para o oferente; ou a qualidade de “jóia da coroa” de determinado ativo decorre apenas da importância que desempenha tendo em conta os objetivos do oferente.

No primeiro cenário temos uma defesa que não prejudicará apenas o interesse do oferente, mas também a própria situação presente e futura da sociedade na medida em que visa a alienação de ativos importantes para a prossecução do interesse social. Tendo em conta este ponto, alguma doutrina defende que essa defesa só se pode considerar eficaz e proporcional ao objetivo de frustração de OPA, se a administração da sociedade visada encontrar um terceiro (amigável) que esteja disposto a celebrar um contrato de aquisição do ativo condicionando os seus efeitos ao sucesso da OPA²⁸. Desta forma a administração garante que

²⁷ Cfr. Carsten Gerne-Beuerle, David Kershaw e Matteo Solinas, *Is the Board Neutrality Rule Trivial? Amnesia About Corporate Law in European Takeover Regulation*, LSE Legal Studies Working Paper No. 3/2011, 2011, p. 9, Orlando Guiné, ob. cit., p. 35, e João Cunha Vaz, *A OPA e o Controlo Societário. A Regra de Não Frustração*, Almedina, 2013, p. 152.

²⁸ Cfr. Carsten Gerne-Beuerle, David Kershaw e Matteo Solinas, ob. cit., p. 9

o oferente não assume o controlo do ativo, e que ele não sai precocemente do património da sociedade²⁹.

O segundo cenário já não oferece as mesmas dificuldades práticas pois estamos a falar de um ativo que não é essencial para a sociedade visada, sendo que esta pode alienar-lo sem sofrer grande prejuízo na sua atividade, mas é um elemento chave na tomada de decisão do lançamento da OPA para o oferente.

4.2.3. Distribuição de bens/dividendos aos acionistas

Outra medida defensiva prende-se com a distribuição (extraordinária) de bens aos sócios, tratando-se na maioria das vezes da distribuição de dividendos que pode operar a frustração da oferta por duas razões: (i) como forma de convencer o acionista a não aceitarem a oferta, na esperança de receber mais benefícios permanecendo na sociedade³⁰; (ii) se for o caso de a oferta ter sido lançada com o objetivo de obter o *excess cash* que a sociedade tem em reservas livres e que não são utilizados, esta defesa apresenta-se como semelhante à venda das “jóias da coroa”.

É necessário ter em conta a legislação societária quanto a distribuição de bens aos sócios, nomeadamente: o artigo 32º do CSC, sobre a intangibilidade do capital social, segundo o qual só se podem distribuir bens aos sócios se a situação líquida da sociedade for positiva; o artigo 294º sobre o direito aos lucros; o artigo 295º sobre as reservas legais; o artigo 296º sobre a utilização de reservas legais; e o artigo 31º, nº1 sobre deliberação de distribuição de bens aos sócios. Das normas do CSC podemos concluir que toda a distribuição de bens aos sócios depende de uma deliberação dos acionistas, no entanto apenas em certos casos especiais, a deliberação exige uma maioria qualificada, sendo relevante para a RNF dois casos: (i) a deliberação é formada antes do lançamento de OPA mas ainda não foi executada (182º, nº2 c), do CVM); (ii) a deliberação não obedece à maioria exigida pela RNF (182º, nº4, b), do CVM).

²⁹ Neste caso é preciso ter em atenção que apesar de o ordenamento jurídico não possuir nenhum impedimento específico a alienação de ativo societário por parte da administração, poder-se-á argumentar que esse impedimento decorre dos deveres gerais dos administradores em vários Ordenamentos Jurídicos, Cfr. Carsten Gerne-Beuerle, David Kershaw e Matteo Solinas, ob. cit., pp. 17-23, 40-51 e 59-62.

³⁰ Cfr. Orlando Guiné, ob. cit., p.34

4.2.4. Emissão de valores mobiliários.

Outras formas de defesa prendem-se com a emissão de valores mobiliários que conferem ou não o direito a voto que pode ter diversos efeitos consoante o tipo de valor emitido.

Quanto à emissão de ações com direito a voto, trata-se de uma forma de aumentar o número de ações que o oferente deverá adquirir para obter o controlo da sociedade, tornando essa aquisição mais custosa senão mesmo impossível. A doutrina determina este tipo de defesa como “*white squire*” ou “escudeiro branco”³¹, referindo-se a um aumento de capital que não é feito com recurso à subscrição pública³², mas sim destinado a algum ou alguns dos sócios, bem como a um terceiro amigável de forma a criar novos detentores do controlo com mais poder do que aquele que resultaria da OPA para o oferente³³.

De acordo com o nosso Direito Societário, as emissões de ações dependem de uma autorização da AG com maioria de dois terços (atigos, 85º, nº1, 383º, nº2 e 386º, nº3 do CSC) ou de uma autorização no contrato de sociedade que permita o aumento de capital deliberado pelo órgão de administração (artigo 456º do CSC)³⁴. Para além disso, lembramos que o aumento de capital implica o direito de preferência dos atuais acionistas que devem ser tratados de forma proporcional com a sua atual participação (458º do CSC), podendo no entanto este direito ser limitado ou suprimido de acordo com as exigências do artigo 460º do CSC³⁵.

Assim as emissões de ações que interessam para efeitos de aplicação da RNF são: deliberadas pela AG antes do lançamento da OPA mas ainda não executadas ou as deliberadas pela administração ao abrigo de uma autorização do contrato de sociedade. Repare-se que em ambos os casos, para que a defesa seja eficaz, os direitos de preferência de todos ou da maioria dos acionistas deverá ser suprimido por decisão da AG.

Outro tipo de defesa prende-se com a emissão de valores mobiliários que atribuem ao seu titular o direito de adquirir ações próprias da sociedade visada para além de outras condições

³¹ Cfr. João Cunha Vaz, ob. cit., pp. 151

³² Se fosse esse o caso, bastava ao oferente subscrever o aumento de capital, para anular a defesa.

³³ Tratando-se assim de uma defesa que ataca diretamente a possibilidade de aquisição do controlo mesmo em caso de sucesso da OPA.

³⁴ Situação conhecida na doutrina estrangeira como “*authorized capital*”

³⁵ A doutrina chama a atenção para a necessidade de supressão do direito de preferência por parte dos acionistas para que se possa criar um novo sócio maioritário. Cfr Cfr. Carsten Gerne-Beuerle, David Kershaw e Matteo Solinas, ob. cit., pp 14-15.

que podem ser muito pesadas para o oferente: falamos das obrigações convertíveis em ações e de *warrants* que determinam a aquisição futura de ações da sociedade visada por um determinado preço (geralmente adquiridas com desconto). A emissão de obrigações convertíveis seguirá o mesmo regime que a emissão de ações no que diz respeito à competência e à maioria exigida para a deliberação e quanto aos direitos dos acionistas em termos de preferência (artigos 366º, 367º do CSC, para além das pesadas limitações que implicam o regime do artigo 368º do CSC). No que diz respeito aos *warrants* sobre ações próprias, aplica-se o regime das obrigações convertíveis, conforme o artigo 11º do Decreto-Lei nº 172/99 de 20 de Março.

As defesas que envolvem a emissão de obrigações convertíveis e *warrants* sobre ações própria, são conhecidos pela doutrina como “*Posion Pill*” na medida em que, em caso de sucesso da oferta, o oferente é altamente prejudicado aquando do exercício dos direitos relativos a estes valores mobiliários³⁶.

Há ainda uma defesa que envolve a emissão de obrigações como forma de fazer crescer o passivo da sociedade, tornando-a menos atrativa para o oferente, para além dos casos em que a emissão é provisionada de uma cláusula de mudança de controlo que podem, em caso de sucesso da OPA, determinar o aumento exponencial dos juros devidos, ou mesmo o vencimento antecipado de todos os juros e reembolso na maturidade. Neste caso o direito societário estatui que a emissão de obrigações depende de deliberação dos acionistas conforme o artigo 350º, nº1, sendo possível a sua autorização pelo contrato de sociedade, fazendo assim com que as situações que interessam ao regime da RNF sejam as mesmas que enumeramos relativamente à emissão de ações.

4.2.5 Compra de ações próprias

Outro método defensivo será a compra de ações próprias, que pode ter impacto a nível do sucesso da OPA de três formas: em primeiro lugar, a sociedade visada pode comprar ações próprias detidas pelo oferente acima do preço de mercado em troca de o oferente não prosseguir com a OPA, sendo este tipo de defesa normalmente designado por “*green mail*”³⁷; em segundo lugar, o mesmo raciocínio pode aplicar-se aos acionistas, ou seja a sociedade

³⁶ Cfr. Orlando Guiné, ob. cit., p.44, Richard A. Bradley, Stewart C. Myers, Franklin Allen, ob. Cit., pp. 811-812

³⁷ Cfr. Carsten Gerne-Beuerle, David Kershaw e Matteo Solinas, ob. cit., p. 9

oferece aos acionistas um prémio maior que o da oferta pelas suas ações³⁸; em terceiro lugar a sociedade pode comprar ações próprias para aumentar o poder de decisão de um acionista amigável em relação à administração. Obviamente que este acionista não deverá ser um dos vendedores de ações próprias.

Quanto a esta defesa, há várias razões que levam a que a sua eficácia seja bastante reduzida no ordenamento jurídico português. Em primeiro lugar, é preciso ter em conta que a Lei societária limita a detenção e compra de ações próprias ao limite máximo de 10% do seu capital, sendo reduzidas as exceções a este limite. Ora, se a compra tem o objetivo de aumentar a participação de um acionista amigável ou de oferecer um prémio melhor aos acionistas, a percentagem de 10% será uma representação muito pequena (317º, nº2, do CSC) para frustrar a obtenção de controlo pelo oferente; em segundo lugar, em caso de “*green mail*”, repare-se que uma vez que a OPA é lançada, a sua revogação dependerá da verificação dos requisitos dos artigos 128º e 130º do CVM, ou seja por mais que o oferente se interesse pelo negócio proposto pela administração da sociedade visada, a revogação da oferta não é livre; Por último, repare-se que o CSC faz depender tanto a compra de ações própria quanto a sua alienação, da deliberação dos acionistas, conforme os artigos 319º e 320º do CSC.

4.2.6. Compra de Ações do oferente.

Outra modalidade de defesa implica a compra de ações do oferente pela sociedade visada, sendo dois os tipos defensivos. A primeira corresponde ao lançamento de uma OPA à sociedade oferente, que é conhecida pela doutrina como a estratégia “*Pac-man*” que tem como objetivo o condicionamento do oferente na sua atuação, que pode ter de aplicar os meios financeiros necessários ao sucesso da sua OPA para defender-se da oferta feita sobre si mesmo. A segunda consiste em tornar o exercício do controlo pelo oferente legalmente impossível através da aquisição de 10% do capital da sociedade oferente e da comunicação deste facto, fazendo operar os deveres e limitações do regime de simples participação, segundo o qual a sociedade participada (oferente) fica impedida de exercer os direitos relativos à sua participação que exceda 10% do capital social da participada (sociedade visada), conforme o artigo 485º nº3 do CSC³⁹.

³⁸ Seguindo uma lógica semelhante a da distribuição de dividendos ou bens aos sócios

³⁹ A doutrina já chamou a atenção para o facto de que em determinadas circunstâncias (apesar de raras), este tipo defensivo pode escapar à aplicação da RNF por não se verificar o requisito de afetação relevante da situação

Quanto à “*Pac-man defense*”, a doutrina tem ressalvado a fraca utilização desta defesa pelo facto de que a sua eficácia depende de o oferente ser uma “sociedade opável” em termos económicos e de *corporate governance*, ou seja é preciso que a contra-OPA esteja ao alcance da sociedade visada, facto que raramente se verificará, pois a sociedade oferente (da primeira oferta), será uma sociedade valiosa cuja aquisição seria extremamente custosa, é preciso também que a contra-OPA seja apelativa para os acionistas da sociedade oferente, que em princípio não será o caso pois estaríamos perante uma sociedade com um bom desempenho que muito provavelmente acrescenta mais valor aos acionistas do que a contra-OPA⁴⁰.

4.2.7. *White knigh defence*

Debrucemo-nos agora sobre a única defesa que é expressamente admitida pelo legislador⁴¹ que consiste na procura de ofertas concorrentes ou seja, a administração da sociedade visada, ameaçada por uma OPA hostil, procura oferentes que lhe sejam favoráveis. Por outras palavras, se a mudança de controlo sobre a sociedade parece inevitável, a melhor opção é a de que o adquirente seja amigável.

As razões apontadas pela doutrina para essa admissibilidade são: a procura por ofertas concorrentes acaba por maximizar o valor que os acionistas podem tirar do mercado de controlo societário, correspondendo ao melhor desempenho das funções de administração, pelo que não deverá ser impedida; a procura de oferta concorrente não corresponde a um obstáculo à oferta lançada, apenas acrescenta opções aos acionistas⁴².

patrimonial da sociedade. Basta-nos imaginar que a sociedade visada detenha na sociedade oferente uma participação suficiente para atingir o limite de 10% exigido pelo artigo 483º, nº 1 do CSC. Cfr. Christoph, Clerc; Fabrice, Demarigny; Mirzha de Manuel, Aramendia; Diego, Valiante, *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*, CEPS Paperbacks, 2012, pp. 83-84

⁴⁰ Cfr. João Cunha Vaz, ob. cit., pp. 149 e 150

⁴¹ No entanto entendemos que mesmo que o legislador não admitisse expressamente este tipo defensivo, a sua admissibilidade decorreria da aplicação dos requisitos da RNF. Repare-se que dificilmente a procura por ofertas concorrentes resultará na alteração relevante do património societário, pelo que não seria um tipo defensivo abrangido pela RNF.

⁴² A este respeito Frederico M Muciarelli, defende que nem sempre a existência de uma oferta concorrente será melhor para os acionistas, argumentando no sentido de que uma situação de OPA implica para o acionista da sociedade visada um problema de ação coletiva pois têm de tomar uma decisão individual que influenciará o coletivo dos acionistas e, ao mesmo tempo, a sua situação será influenciada pela decisão dos outros acionistas. Ora como o acionistas não sabe a decisão dos outros, ele escolhe entre aceitar a oferta e o prémio oferecido, por um lado, e tornar-se um acionista minoritário em caso de sucesso da OPA. Desta forma há uma pressão para aceitar a oferta mesmo que não acredite que esta seja a decisão com maior valor. O autor acrescenta que se assim é com uma OPA, essa situação agrava-se havendo uma OPA concorrente. Cfr. Frederico M Muciarelli, *White Knights and Black Knights: Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of 'Target'*

5. A regra de não frustração de OPA

Passamos a análise da regra de não frustração de OPA, que resultou das alterações ao regime do CVM, operadas pelo D-L nº 219/2006 de 2 de Novembro, que transpôs a Diretiva 2004/25/CE de 21 de Abril, levando a cabo (na medida do compromisso possível) as recomendações do relatóriogrupode de alto nível de peritos em Direito Societário.

5.1. *Ratio Legis*

As recomendações do relatório relativamente às OPAs e à limitação dos poderes da administração da sociedade visada encontraram consagração parcial⁴³ na Diretiva. No considerando (16), o legislador Europeu expressa a intenção de “evitar operações que possam comprometer o êxito de uma oferta” por parte da administração da sociedade visada.

No entanto, não se trata de impedir toda e qualquer operação que possa prejudicar uma OPA. Estas têm que ter um carácter excepcional e não podem reconduzir-se ao curso normal da sua atividade.

Através da leitura do considerando (16) parece-nos que a *ratio legis* da RNF prende-se com a tutela da OPA e do seu êxito, ou seja, para o legislador Europeu, oferente e acionistas visados pela oferta teriam a mesma dignidade e que qualquer movimento defensivo por parte da administração visada deve ser evitado. Porém tal impressão não subsiste após a leitura do regime consagrado nos artigos 9º e 12º da Diretiva e no artigo 182º do CVM onde encontramos: a exceção dos movimentos defensivos autorizados pelos acionistas em AG, concretizando o princípio de soberania do acionista da sociedade visada sobre o destino da OPA; a autorização por parte do legislador de atos que se destinem à procura de ofertas concorrentes; Por último, encontramos a exceção de reciprocidade em que não obstante o tipo defensivo e a existência de um conflito de interesse, a administração não sofre qualquer limitação se o oferente não estiver sujeito à RNF.

Desta forma o objetivo do legislador será o de impedir que a administração frustre a OPA através de atos excepcionais que não fazem parte da atividade normal da sociedade, em

Companies?, University of London, SOAS, Department of Financial and Management Studies; University of Modena and Reggio Emilia - School of Economics, 2006.

Embora concordemos com o problema enunciado, cremos que, de acordo com o nosso ordenamento jurídico, que garante que o acionista nunca fica em pior situação havendo uma oferta concorrente, consideramos que serão muito raros os casos em que a *white knight defense* representará um prejuízo para o acionista.

⁴³ A exceção de reciprocidade não constava da recomendação do grupo de alto nível.

prejuízo dos interesses do acionista visado, sem deixar de equilibrar o jogo entre sociedades sujeitas a RNF e sociedades não sujeitas à RNF. Transcrevendo as palavras de João Cunha Vaz “*Em suma temos de encontrar um justo equilíbrio quanto ao regime da aplicação de medidas defensivas anti-OPA de modo a que as sociedades possam melhor proteger os interesses dos seus acionistas, contra ofertas puramente especulativas/malignas ou permitam negociar a um melhor preço, por um lado, mas facilitando igualmente o coreto funcionamento do mercado do controlo societário, por outro*”⁴⁴

5.2 Âmbito de aplicação

5.2.1 Âmbito objetivo: A OPA limitadora

A RNF foi elaborada para evitar que os administradores da sociedade visada tentem frustrar a OPA, sendo assim fácil perceber que a RNF só faz sentido se aplicada a ofertas que incidam sobre ações ou outros valores mobiliários que confirmam direito à sua aquisição, tal como o estipulado pelo artigo 173º nº3, sendo estas as ofertas que acarretam uma potencial mudança de poder acionista e por isso uma ameaça aos administradores da sociedade visada. Assim, a RNF também vinculará nas ofertas que tenham por objeto obrigações convertíveis em ações e *warrants* com liquidação física sobre ações próprias com direito a voto. O essencial é que os valores mobiliários tenham ou possam vir a ter o direito de voto na sociedade visada⁴⁵. Esse também é o sentido adoptado pela Directiva, uma vez que a subsequente aquisição de controlo faz parte do conceito de OPA (artigo 2º nº1, a) da Directiva).

Relativamente ao critério quantitativo, o nosso legislador define que a OPA inibitória seria apenas aquela que incide sobre mais de um terço do capital que atribui o direito de voto, conforme o nº1 do artigo 182º do CVM⁴⁶. Concordamos com Jorge Brito Pereira quando afirma que “*A introdução desta nova condicionante (um terço do capital), vai ter, por isso, consequências distorcedoras do sistema*”⁴⁷, pois há situações em que a aquisição do controlo se dá com menos do que esta quantidade do capital por várias razões, assim como há situações em que um terço não atribui o controlo da sociedade.

⁴⁴ João Cunha Vaz, ob. cit., p. 159

⁴⁵ Orlando Vogler Guiné, ob. cit., p. 142; João Cunha Vaz, ob. cit., p. 196

⁴⁶ Não era essa a solução do artigo 591º Cód.MVM

⁴⁷ Jorge Brito Pereira, *A limitação dos Poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. II, 2000, p. 193

Em abono da introdução deste limite quantitativo podemos avançar argumentos de duas ordens. A solução de se adotar um marco rígido certamente vem trazer maior certeza relativamente a aplicação da RNF. Seguidamente a falta de uma fasquia pode favorecer o aparecimento de ofertas abusivas que tenham como única finalidade a limitação. No entanto, repare-se que, ainda assim, parece ser um preço alto a pagar no sentido em que o sucesso de uma OPA que atribua o controlo muito provavelmente implicará a ultrapassagem dos requisitos de representatividade que obrigam ao lançamento de OPA, conforme o artigo 187º do CVM, portanto parece-nos um preço elevado a pagar para limitar a administração de outra sociedade. Repare-se aliás que a diretiva não refere qualquer limite quantitativo, exigindo apenas a aquisição de controlo.

Adoptamos a posição de Orlando Guiné, no sentido de que a norma deve ser alterada de forma a sujeitar toda e qualquer OPA que tenha um objetivo de aquisição de controlo independentemente da quantidade visada de valores. Outra solução mais adequada, seria a de modificar a norma no sentido de exigir, que resulte da OPA a aquisição de mais de um terço dos direitos de voto incluindo nesse cômputo, as situações de domínio indireto, em linha com os critérios da obrigação de lançamento de OPA.

Outra questão que deve ser levantada prende-se com o facto de a letra do artigo 182 nº1 submeter à RNF apenas as OPAs que incidam sobre mais de um terço dos valores mobiliários da respectiva categoria. A expressão categoria pode gerar confusão com o termo utilizado na lei societária (302º do CSC), sendo que o artigo 45º do CVM, não presta grande auxílio nesta questão. Pode dar-se o caso de uma Sociedade Aberta ter o seu capital dividido por várias categorias, sendo que todas elas direito de voto. Neste caso a aquisição de um terço de uma categoria ficará certamente aquém de 33,33% do capital da sociedade⁴⁸. Por isso cremos que categoria para efeitos da RNF deve entender-se como tipo de valor mobiliário desde que esse tenha o direito de voto, ou seja, a OPA deve incidir sobre 33,33% de ações ou 33,33% de outros valores mobiliários que confirmam direito de aquisição.

5.2.2. Âmbito subjetivo

O problema do âmbito subjetivo da limitação pode ser analisado em dois planos diversos, por um lado, numa lógica interna, devemos averiguar quais os órgãos que são visados pela norma,

⁴⁸ Orlando Vogler Guiné, ob. cit., p.143

por outro lado, é preciso saber se a limitação atinge as sociedades que são controladas pela sociedade visada.

5.2.2.1. Âmbito orgânico

O artigo 9, n° 2 da Diretiva, assim como o artigo 182, n° 1 do CVM referem-se a órgãos de administração, ou seja aqueles órgãos que representam e vinculam a sociedade perante terceiros e que têm por isso o poder para perturbar a OPA. Assim a limitação atingirá as estruturas societárias que de acordo com o nosso código têm a seu cargo a administração da sociedade.

Tendo em conta os três modelos possíveis de organização da administração das sociedades anónimas previstas no artigo 278° CSC os órgãos sujeitos à limitação são: (i) Para as sociedades que adotam o modelo clássico de administração (n°1, a)), o órgão limitado será o conselho de administração, tratando-se do órgão legalmente competente para a administração da sociedade, conforme os artigos 405° e seguintes do CSC; (ii) a limitação visará o mesmo órgão no caso das sociedades organizadas segundo o modelo anglo-saxónico (n°1, b)), (iii) no caso das sociedades organizadas de acordo com o modelo germânico (n°1, c)), está vinculado o conselho de administração executiva, enquanto órgão munido de poderes de administração da sociedade, conforme o artigo 431° do CSC, e é preciso atentar para a especial provisão contida nos artigos 9°, n°6 da diretiva e 182°, n° 7 do CVM, segundo as quais, o regime de não frustração aplicar-se-á também ao conselho geral de supervisão em relação àqueles atos que só podem ser praticados com o consentimento prévio deste (442° do CSC), ou seja, se determinado ato defensivo depender da autorização do conselho geral de supervisão, este fica impedido de dar o seu consentimento⁴⁹.

5.2.2.2. Eficácia intersubjetiva

Tratemos então de saber se a limitação do artigo 182° limita apenas a administração da sociedade visada ou se afeta também as administrações de sociedades que são controladas pela sociedade visada. A questão coloca-se porque muitas vezes o objeto da OPA não é o controlo da sociedade visada em si, mas sim o controlo das sociedades controladas por ela⁵⁰,

⁴⁹ Cfr Orlando Vogler Guiné, ob. cit., pp. 182-184

⁵⁰ Será este o caso quando a OPA é lançada sobre uma SGPS

surgindo assim situações em que a administração da sociedade visada venha frustrar os objetivos do oferente através do controlo que exerce.

Começamos por esclarecer que a administração da sociedade visada será limitada, enquanto representante da posição acionista que exerce na sociedade por si controlada. Quer isto dizer que para aqueles atos defensivos que dependem de autorização dos acionistas de acordo com a legislação societária (exemplo: o aumento de capital), a sociedade visada, enquanto acionista controladora de outra sociedade, não deverá votar a favor de qualquer ato a ser praticado por esta última, que venha a pôr em causa os objetivos da OPA sobre si lançada.

Outra questão relacionada com a posição acionista da sociedade visada sobre a sua participada, prende-se com os possíveis acordos para-sociais que possam obrigar outros acionistas da participada perante a sociedade visada em matéria de exercício do direito de voto.

A Diretiva consagra a ineficácia das restrições ao direito de voto constante de acordos para-sociais nas AG da sociedade visada que tomem decisões sobre eventuais medidas defensivas (11º, nº3, 2º parágrafo, da Diretiva). No entanto, essa regra foi aprovada de forma optativa (12º da Diretiva). O CVM consagra essa regra de forma optativa, ou seja as sociedades que queiram aplicar esse regime devem incluir essa opção nos seus estatutos.

Difícilmente conseguimos sustentar uma linha de argumentação em que a ineficácia dos acordos para-sociais possa ser aplicável às deliberações da sociedade participada pela sociedade visada. É necessário referir que a sociedade participada, formalmente, não está a deliberar qualquer medida defensiva, como pressupõe a letra do nº3 do artigo 11º da Diretiva. Faria pouco sentido que a aplicação desta regra fosse optativa em relação às deliberações da sociedade visada e já não o fosse em relação às deliberações da sociedade participada. Isto para dizer que por via dos mecanismos consagrados nos artigos 11º da Diretiva e 182º-A do CVM, não podemos impedir que os acordos para-sociais vigorem na sociedade participada.

No entanto, já não será complicado imaginar que por força da limitação do artigo 182º e tendo em conta a natureza obrigacional do acordo para-social, a administração da sociedade visada não possa exigir o comportamento contratado com os acionistas da sociedade participada.

Quanto à limitação da administração das sociedades participadas pela sociedade visada, a doutrina tem chamado a atenção para a necessidade de analisar separadamente duas situações: as situações de domínio total ou de relação de grupo por um lado e as situações de domínio simples por outro⁵¹.

No primeiro caso, a sociedade visada domina totalmente a participada por ser detentora de todo o capital desta última, estando por isso habilitada a emitir instruções vinculativas à sociedade participada (503º do CSC). Obviamente que as instruções emitidas inserem-se nos poderes de gestão da sociedade visada e por isso são afetadas pela limitação, no entanto, entendemos que nesta situação a própria administração da sociedade dominada deverá ser limitada nos seus poderes de acordo com uma interpretação teleológica da norma.

Segundo Jorge Brito Pereira, neste caso trata-se ainda de limitar administração da sociedade visada enquanto verdadeiros administradores da sociedade dominada, portanto não se consideraria uma extensão do regime de não frustração mas apenas um reflexo da limitação dos poderes da administração das sociedades visadas⁵².

Diferente será a situação de domínio simples, pois neste caso a sociedade visada é dominante porque detêm a maioria do capital social com direito a voto, havendo no entanto, outros acionistas ainda que minoritários. É justamente por causa dos acionistas minoritários da sociedade dominada que a limitação que afeta a administração da sociedade dominante não deverá afetar aquela, pois estes acionistas não são destinatários da oferta. Ora, se o fim da norma do artigo 182º do CVM é o de tutelar os acionistas visados pela oferta, a limitação da sociedade dominada não se justifica e pode mesmo ser contrária ao interesse dos acionistas desta.

5.2.3. Âmbito temporal da limitação

Quanto ao âmbito temporal da RNF devemos responder a duas questões fundamentais: quando se inicia o período da limitação e quando ela deve cessar.

5.2.3.1. Início do período da limitação

Quanto a questão do momento a partir do qual se inicia a limitação, é preciso ter em conta dois interesses contrapostos uma vez que a tutela dos interesses dos acionistas e dos objetivos

⁵¹ Cfr Paulo Câmara, *Manual...*, ob. cit., p. 590

⁵² Cfr Jorge Brito Pereira, “*A limitação...*”, ob. cit., p. 190

da OPA, implicam que a aplicação da RNF ocorra o mais cedo possível, por um lado, e a necessidade de assegurar que a limitação só se inicia a partir do momento em que a administração da sociedade visada toma conhecimento efetivo dos objetivos da OPA de modo a aferir a extensão da sua limitação, por outro⁵³.

O legislador do Cód.MVM, no seu artigo 575º estabelecia que a limitação só se aplicava a partir do momento da publicação do anúncio preliminar, pois considerava-se que antes disso a administração da sociedade visada era no máximo suspeita de conhecer os objetivos da OPA, por um lado, e que sendo o anúncio preliminar uma obrigação do oferente, havendo um hiato entre a tomada de decisão e o anúncio, o risco de frustração de OPA nesse período deveria ser incorrido pelo oferente, por outro lado. A Diretiva, apesar de no 2º do artigo 9º consagra a eficácia da RNF inicia-se a partir do momento em que a sociedade visada recebe as informações referentes ao lançamento da OPA, veio admitir no mesmo número do artigo 9º, que o início da limitação poderia ser antecipado pelos EMs. O artigo 182º do CVM alterou esta norma, exigindo apenas o conhecimento da decisão do lançamento de OPA.

Orlando Guiné em diversas ocasiões se pronunciou contra a solução do CVM sugerindo mesmo o retorno aos parâmetros do regime que constava do Cód.MVM, pois tratar-se-ia de uma solução mais harmoniosa do ponto de vista sistemático, tendo em conta o artigo 181º, nº5, d), e também pelo facto de em situações em que há um conhecimento prévio ao anúncio preliminar, se tornar extremamente melindroso determinar a extensão, solidez e relevância desse conhecimento. Não discordamos desta posição, de facto a coincidência do início do período da limitação e a receção do anúncio preliminar parece uma solução mais segura e prática.

Jorge Brito Pereira, tal como nós, entende que a intenção do legislador é antecipar este momento para o conhecimento independentemente do anúncio prévio, chamando atenção para a existência de situações em que a administração da sociedade visada pode ter conhecimento da decisão do lançamento de OPA antes do anúncio preliminar, podendo frustrar os objetivos da OPA precocemente.

Uma vez que o artigo 175º do CVM exige que o oferente comunique o anúncio preliminar imediatamente após à tomada de decisão, parece razoável admitir que se essa comunicação

⁵³ Cfr. João Cunha Vaz, ob. cit., pp. 205-206

não ocorre, é por uma de duas causas : (i) não existir de fato uma decisão ou (ii) tomada a decisão, o oferente não cumpre o dever de comunicação. Em ambos os casos nenhuma limitação à administração da sociedade visada parece se justificar. Pergunta-se portanto qual será o sentido na mudança do regime, uma vez que há uma clara intenção de antecipar a limitação para o momento em que se toma conhecimento que se presume ocorrer com o anúncio prévio mas admite-se que possa ocorrer antes?

Jorge Brito Pereira⁵⁴ chama atenção para situações intermédias em que não havendo anúncio prévio, existe uma decisão de lançamento cuja o conhecimento por parte da sociedade visada deve dar início ao período de limitação “*as quais parecem respeitar diretamente a alteração normativa*”, são aquelas em que a administração da sociedade visada “*tem um conhecimento firme da situação decisória*” de forma a que tenham conhecimento dos objetivos da OPA, sendo necessário que o lançamento de OPA seja previsível e iminente⁵⁵.

Em suma parece-nos que a alteração ocorrida no regime nacional a este respeito, embora mantenha-se a presunção de que a partir do momento em que há o anúncio preliminar, há conhecimento da OPA e portanto aplica-se a RNF, implica o reconhecimento de situações em que a sociedade visada pode estar vinculada à não frustração de OPA em momento anterior desde que haja um conhecimento dos objetivos e do lançamento previsível e iminente de OPA, sendo a verificação destes requisitos dependentes das circunstâncias de cada caso⁵⁶.

5.2.3.2 Cessação da limitação

Quanto ao fim do período de limitação, o artigo 9º, nº2 da diretiva, refere como momentos relevantes, a publicação dos resultados da oferta ou o término desta. Também neste sentido o legislador nacional no artigo 182º nº 1 do CVM, que faz cessar a limitação aquando do apuramento do resultado da OPA ou da sua cessação em momento anterior. Desta forma o legislador é claro no sentido em que a limitação deve durar enquanto estiver pendente um procedimento de OPA, ou seja, até ao momento em que a situação da oferta (de sucesso ou

⁵⁴ Cfr Jorge Brito Pereira, “*A limitação...*”, ob. cit., p. 183

⁵⁵ Trata-se, aliás é a solução do artigo 21 do *City Code* britânico que presume como momento relevante o início da OPA, mas admite momento anterior caso o conselho de administração da sociedade visada tenha razões para acreditar na iminência de uma oferta.

⁵⁶ Não obstante as dificuldades de prova quanto ao conhecimento da administração da sociedade visada e as dificuldades que se podem levantar quanto a conjugação entre esta solução antecipatória e o requisito de afetação dos interesses do oferente. Parece-nos afinal que a antecipação da limitação só poderá afetar os atos que atentam diretamente contra a aquisição de controlo pelo oferente como a emissão de valores mobiliários.

fracasso) não esteja cristalizada, não deverá ter a administração da sociedade visada o poder para a frustrar.

Pergunta-se se a cessação do período inibitório logo após ao apuramento dos resultados da oferta, antes que os novos acionistas da sociedade possam exercer o controlo em AG, não será precoce⁵⁷. De facto no período compreendido entre o apuramento da oferta e uma nova AG (provavelmente para a substituição dos órgãos de administração), a administração da sociedade pode realizar negócios ruinosos para prejudicar o oferente. Cremos no entanto que não há razões que sustentem a situação inibitória para além da oferta. Em primeiro lugar é preciso lembrar dos principais fundamentos da norma, se a *ratio legis* prende-se com a tutela dos acionistas frente ao conflito de interesses resultante da OPA, justifica-se a limitação enquanto esse conflito existe, ora uma vez que a oferta já foi bem sucedida, os acionistas tutelados pela norma já não tem qualquer interesse a ser prejudicado pela atuação da administração, em segundo lugar é preciso ter em conta que as medidas defensivas visam evitar o sucesso da OPA, parece-nos que após o seu sucesso, os administradores não têm mais interesse em frustrar uma OPA que já aconteceu, e parece-nos pouco provável que queiram ainda assim frustrar os objetivos do oferente (agora acionista da sociedade), em terceiro lugar a RNF apenas explica-se no contexto do procedimento de OPA e deve cessar com esta, por último, a tutela dos interesses do novo acionista tem uma sede própria no Direito societário através de mecanismos próprios que se justificam no âmbito das relações entre administradores e acionistas e os deveres da administração perante a sociedade.

5.3. O ato proibido

Da leitura do considerando (16) e do artigo 9º da diretiva, conhecemos os requisitos que a atuação da administração da sociedade visada deve preencher para ser afetado pela RNF, requisitos estes que também se encontram no artigo 182º do CVM. São eles: (i) Alteração substancial da situação patrimonial da sociedade, (ii) carácter excecional do ato, (iii) suscetibilidade de frustração dos objetivos da OPA. Acresce que estes requisitos devem verificar-se cumulativamente para que se aplique a RNF.

⁵⁷ João Cunha vaz, ob. cit., p. 213-214

5.3.1. Alteração substancial do património societário

O artigo 182º, nº1 do CVM proíbe a prática de atos que alterem substancialmente a situação patrimonial da sociedade. Para compreendermos melhor a aplicação deste requisito devemos começar por compreender o conceito contabilístico de património, bem como a sua composição e as vicissitudes que pode sofrer.

O património de uma sociedade pode ser designado como “*o conjunto de valores sujeitos a uma gestão e afectos a um determinado fim*”⁵⁸, trata-se do valor em unidade monetária associado às varias posições ativas e passivas em determinada altura. O património societário é divulgado periodicamente na demonstração financeira designada por balanço onde se apresentam os ativos, os passivos e o capital próprio da sociedade.

Segundo a estrutura conceptual de SNC⁵⁹: o activo é um recurso controlado pela entidade como resultado de acontecimentos passados e do qual se espera que fluam para a entidade benefícios económicos futuros; passivo é uma obrigação presente da entidade proveniente de acontecimentos passados, da liquidação da qual se espera que resulte um exfluxo de recursos da entidade incorporando benefícios económicos; capital próprio é o interesse residual nos ativos da entidade depois de deduzir todos os seus passivos⁶⁰. Regra fundamental do relato financeiro é a de que o Ativo deve ter um valor igual ao da soma do passivo com o capital próprio.

Os factos parimoniais (vicissitudes patrimoniais), podem ser classificados como permutativos se provocarem uma alteração da composição do património, e como modificativas se, para além da variação da composição, também provocará uma variação quantitativa do património⁶¹.

Compreendidos os conceitos relacionados com o património, devemos concluir que a limitação afetará qualquer ato permutativo ou modificativo que provoque uma alteração substancial nas rúbricas que integrem o ativo, o passivo e o capital próprio da sociedade.

⁵⁸ António Borges; Azevedo Rodrigues; Rogério Rodrigues, *Elementos de Contabilidade Geral*, 25ª Edição, Areas Editora, Lisboa, 2010, p. 44

⁵⁹ Para uma completa compreensão do SNS, v., Rui M. P. Almeida; Ana Isabel Dias; Fábio de Albuquerque; Fernando Carvalho; Pedro Pinheiro, *SNC Explicado*, 2ª Edição, ATF, Lisboa, 2010

⁶⁰ Razão pela qual o capital próprio é também designado por património líquido

⁶¹ António Borges; Azevedo Rodrigues; Rogério Rodrigues, ob. cit., p. 48

É preciso chamar atenção para o facto de que, para efeitos de aplicação da RNF, situação patrimonial, não se esgota na noção contabilística de situação que consta do balanço da sociedade, alargando-se a atos que apesar de não representarem nenhuma variação do balanço, representam uma alteração do seu valor económico⁶².

O legislador do CVM exemplifica alguns atos que conduzem à alteração da situação patrimonial de uma sociedade, como a emissão de valores mobiliários representativos do capital social ou de valores que confirmam direito a sua subscrição ou aquisição, e a celebração de negócios que visem a alienação de parcelas importantes do ativo social.

Quanto ao primeiro exemplo levantado pelo legislador, este é causador da variação patrimonial da sociedade na medida em que implica a variação de cifras do Capital Próprio, podendo mesmo afetar rácios importantes que dependem do balanço da sociedade. Apesar de o legislador apenas referir a emissão de ações e valores mobiliários que conferem direito a sua aquisição, entendemos que a administração da sociedade visada deverá abster-se de emitir outros valores mobiliários que, apesar de não representarem parte do capital social, causam a alteração da situação patrimonial da sociedade, pense-se, por exemplo, na emissão de obrigações que fazem aumentar o passivo.

No segundo exemplo, temos uma afetação significativa da situação patrimonial da sociedade no sentido em que se pode alterar de maneira qualitativa o activo da sociedade, trata-se de uma preocupação expressa do legislador com o tipo de prática defensivo conhecido como *sale of Crown Jewels* em que a administração vende os ativos importantes da sociedade tornando-a pouco atrativa para o oferente. Embora o legislador refira-se a operações de alienação de ativo societário, parece-nos que deverão ser proibidos atos de compras significativas de ativo⁶³ na medida em que também conduzem a alteração da situação patrimonial da sociedade, lembremos que dinheiro (geralmente expresso no balanço do lado do ativo sob as cifras caixa ou depósitos a ordem) também constitui um ativo importante da sociedade.

Lembramos no entanto que o legislador apenas exemplificou alguns atos que conduzem a alteração da situação patrimonial da sociedade, tratando-se de um requisito que pode ser

⁶² Exemplo das garantias prestadas, que de acordo com NCFR 21 sobre provisões e passivo contingente, devem ser reportadas em nota anexa mas não implicam qualquer operação relativamente ao balanço

⁶³ Prática conhecida pela doutrina como “*Fat Man Defense*”

preenchido por outros atos que apesar de não implicarem grandes movimentações no balanço da sociedade podem comprometer o seu valor de mercado cabendo analisar se os atos praticados ao abrigo do artigo 406º do CSC representam *in casu* uma grande variação do património ou do seu valor.

Temos que lembrar que apenas alterações substanciais ao património societário, serão afetadas pela limitação do artigo 182º, doutra forma a sociedade ficaria completamente paralisada⁶⁴. Obviamente que a aferição da substancialidade do facto vai depender de uma análise casuística da sociedade visada⁶⁵.

Por último é preciso ter em atenção que não se deverá exigir que o reflexo patrimonial seja contemporâneo ao ato, ou seja devem ser considerados proibidos aqueles atos em que apesar de não se verificar qualquer flutuação no património societário aquando da sua prática, determinam esse efeito no curto prazo, como será o exemplo de certas operações sobre o ativo societário que apenas produzem efeitos aquando e em caso de sucesso de OPA⁶⁶, doutra forma seria fácil frustrar a OPA através de operações condicionadas ao sucesso da oferta.

5.3.2. Excepcionalidade do ato

O considerando (16) da diretiva faz alusão a necessidade de restringir a aplicação da RNF aos atos “*de carácter excecional, sem impedir indevidamente a sociedade visada de seguir o curso normal das suas atividades*”, por sua vez o artigo 182º, nº1 exige a salvaguarda de atos que façam parte da “*gestão normal*” da sociedade.

Compreende-se a necessidade de evitar que a pendência da OPA não determine a paralisação dos atos da administração que se mostrem essenciais à manutenção da sociedade. Se por um lado o interesse dos acionistas que almejam o prémio de controlo e do oferente no sucesso da OPA devem ser protegidos contra manobras de escopo defensivo por parte dos administradores, por outro, não é conveniente que esta limitação opere uma isenção do dever de administrar e prosseguir o objeto social (artigo 64º do CSC), pois a manutenção da gestão

⁶⁴ Repare-se que uma venda, por mais pequena que venha ser, provoca alterações no património por via dos resultados que são divulgados no Capital Próprio e dos inventários divulgados no Ativo.

⁶⁵ Por exemplo, a obtenção de um empréstimo bancário será uma alteração substancial ou não dependendo da sociedade.

⁶⁶ De acordo com Carsten Gerne-Beuerle, David Kershaw e Matteo Solinas, esta é a única forma de executar uma “*sales crown jewel defense*” de forma a prejudicar a oferta sem danificar permanentemente o património societário, Cfr. Carsten Gerne-Beuerle, David Kershaw e Matteo Solinas, ob. cit. pp. 9-10

normal da sociedade é proveitosa tanto aos acionistas que não querem alienar suas ações como ao próprio oferente que tem interesse em assumir o comando de uma sociedade nas melhores condições possíveis. A limitação excessiva da administração da sociedade visada, poderia ter um efeito contrário ao pretendido pela RNF.

A dificuldade associada a este requisito é a de que não existe um conceito legal de “gestão normal”. O CSC tem um conceito de “gestão corrente”, que delimita negativamente no artigo 407º, nº3. No entanto a doutrina bem lembra que este conceito de gestão normal integra um conceito que deverá ser mais abrangente do que gestão corrente, neste sentido, parece-nos bastante pertinente a observação de Orlando Guiné segundo a qual, a maioria dos atos que cabem no conceito de gestão corrente traduzem-se em atos de pouca ou nenhuma expressão patrimonial, que se prendem mais com a burocracia empresarial, ora, se o critério para a definição do que seja um ato de gestão normal (se entendermos esta como sinónimo de gestão corrente) for o do mínimo impacto patrimonial possível, somos forçados a concluir que o legislador utilizou dois conceitos diversos para exprimir em dois lugares diferentes, o mesmo conceito e critério. Não nos parece que esta interpretação seja possível de acordo com os postulados gerais de interpretação da lei. Assim se o legislador já definiu previamente e de forma expressa a imutabilidade da situação patrimonial, somos forçados a concluir que o conceito de gestão normal, traduzindo um critério diferente, deverá se reconduzir a algo mais abrangente do que atos de menor expressão patrimonial⁶⁷.

Orlando Guiné avança com alguns critérios possíveis para a definição do conceito de gestão normal para efeitos da RNF: (i) impacto patrimonial do ato⁶⁸, (ii) o objeto social, (iii) análise comparativa com outras sociedades da mesma indústria ou setor em igualdade de circunstâncias, (iv) orientações estratégicas previamente documentadas. Concordamos com Orlando Guiné segundo o qual o conceito de gestão normal resultará da maior ou menor ponderação de todos ou apenas alguns dos critérios apontados de acordo com a circunstâncias do caso concreto, sendo que o autor reconhece que cada um deles isoladamente se apresenta como insuficiente, não obstante a maior aptidão das orientações estratégicas⁶⁹.

⁶⁷ Cfr. Orlando Vogler Guiné, ob. cit., pp. 157-159

⁶⁸ Não concordamos com este critério uma vez que já o rejeitamos no parágrafo anterior

⁶⁹ Cfr. Orlando Vogler Guiné, ob. cit., pp. 159-169

5.3.3. Frustração dos objetivos do Oferente

Não basta que o ato implique uma alteração relevante da situação patrimonial da sociedade e seja de natureza extraordinária, pois a OPA é um meio através do qual o oferente visa alcançar determinados fins, desta forma, o ato proibido deverá representar a frustração desses objetivos do oferente.

O artigo 9º da Diretiva exige a suscetibilidade de comprometimento do sucesso da OPA, não fazendo alusão aos objetivos do oferente, diversamente o legislador nacional, que, no artigo 182º, nº1, do CVM, refere expressamente a suscetibilidade de afetação dos objetivos anunciados pelo oferente.

Em primeiro lugar é preciso ter em atenção que tanto o legislador europeu quanto o legislador nacional, não exigem a efetiva frustração da OPA ou dos objetivos do oferente, bastando a suscetibilidade de afetação. Compreende-se que assim o seja, pois estamos a falar de um regime que tem um caráter essencialmente preventivo⁷⁰, ou seja visa prevenir que a OPA seja frustrada pela atuação ilegítima da administração da sociedade visada, por isso não se deverá esperar pela efetiva frustração da OPA para se fazer operar a limitação.

Em segundo lugar, tanto a Diretiva (de forma implícita) como o CVM, exigem que essa afetação seja “*significativa*”, ou seja é preciso que o ato praticado tenha como consequência a impossibilidade de manutenção do interesse do oferente na OPA. Neste sentido podemos socorrer-nos do regime de revogação da OPA de acordo com o artigo 128º do CVM através do seguinte juízo: se não existisse na ordem jurídica uma RNF, pergunta-se se determinado ato afetaria os objetivos do oferente de tal forma que justificaria a revogação da oferta de acordo com o artigo 128º. Se a resposta for positiva, devemos considerar que, para efeitos do artigo 182º, este ato afeta de forma significativa os objetivos anunciados pelo oferente.

Por último é preciso ter em atenção que o legislador nacional faz depender a proteção dos objetivos do oferente, da sua prévia e expressa referência pelo oferente, no anúncio preliminar num primeiro momento e no prospeto num segundo momento. Ora é preciso chamar atenção para dois problemas: (i) há certos objetivos que estarão implícitos a toda e qualquer OPA, como por exemplo a aquisição do controle da sociedade, pelo que a sua referência não é exigível, pois, resulta do próprio conceito de OPA inibitória que pressupõe a aquisição de

⁷⁰Cfr. Paulo Câmara, *Manual...*, ob. cit., pp. 589

controle societário⁷¹, e está implícito nos outros objetivos anunciados pelo oferente por ser pressuposto destes, (ii) repare-se que previamente, chegamos a conclusão de que o legislador antecipou o momento a partir do qual a administração pode estar adstrita à RNF, que pode ser antes do anúncio prévio, ora parece ser necessária uma interpretação corretiva no sentido de que nos casos em que há a limitação sem anúncio, os objetivos relevantes serão aqueles que são conhecidos pela administração⁷².

5.4. Exceções

Vamos analisar as exceções consagradas ao regime de limitação consagradas pelo legislador que são: (i) procura de ofertas concorrentes (que já foi estudada anteriormente), (ii) cumprimento de obrigações prévias, (iii) autorização da AG, (iv) reciprocidade.

5.4.1. Cumprimento de obrigações prévias

O artigo 182º, nº 3, *a* estatui que os atos que resultem do cumprimento de obrigações previamente assumidas, não se encontram proibidos pela RNF, ainda que se demonstrem o preenchimento dos requisitos de aplicação da limitação.

Esta exceção que já constava do CVM antes da diretiva e do Cód.MVM de 1991, e que entendemos que resulta do considerando (16) da Diretiva ao tutelar o curso normal da atividade da sociedade visada, tem como fundamento as seguintes razões: o compromisso da norma entre a tutela da oferta e a necessidade de não inviabilizar indevidamente a administração de cumprir com os seus deveres perante a sociedade e desta perante os seus credores⁷³; se é verdade que o cumprimento de obrigações pode resultar num balanço societário menos atrativo, as consequências que resultam do incumprimento podem ser ainda mais gravosas, portanto esta exceção é consagrada no melhor interesse de todos envolvidos, acionistas, oferente, administração da sociedade visada e credores; repare-se ainda, que a norma exceciona os atos de cumprimento de obrigações assumidas antes do período de limitação, que se inicia com o conhecimento dos objetivos da OPA. Afigura-se improvável que o cumprimento tenha na sua base um escopo defensivo quando resultam de um fato

⁷¹ Cfr. Orlando Vogler Guiné, ob. cit., p. 175

⁷² Há aqui o problema de quais são os objetivos tutelados pela norma antes do anúncio prévio, verificando-se um problema de prova do conhecimento dos objetivos por parte da administração. Parece-nos, no entanto, que aqueles objetivos que dispensam referência expressa no anúncio preliminar, não necessitam de qualquer esforço probatório por parte do oferente.

⁷³ Considerando (16) da diretiva

vinculativo anterior ao lançamento da OPA⁷⁴; se entendermos que o cumprimento de obrigações deve ser sujeito ao sufrágio acionista na pendência de OPA, estamos a desproteger injustamente os credores que ficarão submetidos a uma deliberação a ser tomada pelos acionistas que podem ter em vista o prémio de OPA e decidir pelo não cumprimento⁷⁵; por último, parece enquadrar-se no conceito de atividade de gestão normal da sociedade o diligente cumprimento das obrigações assumidas, ainda que a assunção da obrigação em si seja um ato extraordinário, certo é que o fim comum e esperado de uma obrigação é o seu cumprimento aquando da sua exigibilidade, pelo que, ainda que o legislador não tivesse se manifestado expressamente em relação a este problema (como parece ter sido o caso do legislador europeu), entendemos que dificilmente tais atos preencheriam o requisito de excecionalidade exigido para a aplicação da RNF.

Embora o legislador exija apenas que o nascimento da obrigação seja prévio ao conhecimento da OPA, parece-nos que a interpretação teleológica da RNF como um todo, dita que só devem ser excluídos da limitação os atos de cumprimento de obrigações que se tornem exigíveis na pendência de OPA, só assim tutelamos por um lado a não frustração da OPA e por outro o respeito pelo curso normal de atividade da sociedade visada, portanto o essencial que devemos perguntar é, se a sociedade entra em incumprimento não praticando determinados atos. Desta nota resulta que a admissibilidade do cumprimento antecipado e do cumprimento de obrigações cujo o prazo é deixado ao arbítrio da sociedade visada, bem como de obrigações naturais, dependerá do preenchimento ou não dos requisitos de aplicação da limitação.

Está excepcionado o cumprimento da obrigação tal como assumida anteriormente ao período da limitação. As possíveis modificações que possam ocorrer seguidamente à tomada de conhecimento do lançamento da OPA, estarão sujeitos à RNF desde que essa modificação esteja na disponibilidade da sociedade visada e que se verifiquem os requisitos previamente estudados⁷⁶.

⁷⁴ Cfr. CMVM, *Relatório final de consulta pública nº 11/2005 sobre ante projeto de diploma de transposição da Diretiva das Opa*, pp. 12.

⁷⁵ Cfr. Orlando Vogler Guiné, ob. cit., p.186

⁷⁶ Orlando Vogler Guiné, ob. cit., p 187

Não parece necessário que o cumprimento de obrigações que não sejam voluntárias, ainda que estas venham nascer depois do lançamento da OPA⁷⁷, venham ser excepcionadas pelo artigo 182º, pois entendemos que neste caso estamos perante atos que se reconduzem à gestão normal da sociedade.

5.4.2. Autorização dos acionistas

Outra exceção se verifica em relação aos atos que são autorizados pelos acionistas em AG, conforme o artigo 182º,nº3, b), do CVM. Esta exceção encerra duas ideias-chaves do pensamento legislativo no que diz respeito às medidas defensivas. Em primeiro lugar, a ideia de que quem deve decidir o futuro da OPA lançada são os acionistas da sociedade visada, assim se a sua vontade for a de arriscar o sucesso da oferta através da concessão de poderes defensivos, não será o legislador a se opor. Em segundo lugar, a ideia de que as defesas anti-OPA apenas são más, quando prejudicam os interesses dos acionistas sem o seu aval, que uma vez concedido já não levanta o problema de conflito de interesses.

Repare-se que o legislador exige que esta deliberação seja formada após o lançamento de OPA em AG convocada para o efeito e apenas pela maioria necessária para alteração do contrato de sociedades, sendo que o intervalo que deve haver entre a convocatória e a AG é encurtado para 15 dias, de acordo com a alínea a) do nº4 do artigo 182º do CVM, por se tratar de uma situação que exige maior celeridade.

Quanto à maioria exigida para a tomada de decisão, esta prende-se com a especial tensão que existe no sistema de *Corporate Governance* que vigora em Portugal, que procura o equilíbrio entre os interesses dos acionistas majoritários aos dos acionistas minoritários. Ou seja num sistema de grande concentração acionista, não basta consagrar uma RNF, convém evitar que a manobra defensiva seja aprovada por acionistas majoritários em prejuízo dos acionistas minoritários, por isso, se exige uma maioria qualificada de três quartos do capital social com direito de voto, conforme o artigo 182º, nº4, b), do CVM.

Quanto a exigência de que esta decisão seja tomada durante o período da limitação, ou seja depois do lançamento da OPA, é preciso ter em conta a alínea c) do nº2 do artigo 182º do CVM que estende a limitação a atos de execução de deliberações tomadas antes do lançamento da OPA. A razão desta exigência temporal prende-se com a necessidade de por

⁷⁷ Exemplo do cumprimento de obrigações que resultem da lei

um lado, evitar que a administração aproveite poderes defensivos que decorrem de deliberações formadas por acionistas que não tinham em mente uma OPA, por outro lado, a doutrina chama a atenção para o facto de que os acionistas só podem decidir o mérito de uma oferta em concreto quando esta é feita e quando estão na posse de elementos concretos sobre a oferta, antes deste momento, a doutrina considera que a aprovação de um mecanismo defensivo (mesmo que seja esta a intenção dos acionistas, ou seja, queiram efetivamente aprovar a utilização de medidas defensivas contra uma futura OPA), seria o mesmo que entregar um cheque em branco à administração que poderá utilizar este poder mesmo desconsiderando o interesse dos acionistas.

5.4.2.1. A admissibilidade de autorização concedida antes da OPA

Relativamente a posição da doutrina sobre a não admissibilidade de autorização prévia, temos algumas reservas, pois só estaremos perante um “cheque em branco” se a autorização dada antes da OPA não possui qualquer conteúdo condicionante deste poder. Ora se pelo contrario, houver regulação que discipline em especial a autorização prévia⁷⁸, já não estaremos perante um “cheque em branco”. Se é verdade que uma OPA concreta só pode ser avaliada após o seu lançamento, não vemos porque deveríamos excluir *a priori* a possibilidade de os acionistas estabelecerem condições que uma OPA conjetural deverá preencher para lhes despertar o interesse. Os acionistas podem estar dispostos a decidir apenas sobre o mérito de ofertas que lhe ofereçam X% de prémio de controlo, ou ofertas que sejam sobre no mínimo Y% do seu capital. Não nos parece que a Regulação devesse opor obstáculos a estas deliberações, devendo antes regula-las para que não sejam abusivamente usadas pela administração. Embora o administrador possa usar este poder em prejuízo do interesse dos acionistas, esta mesma habilitação defensiva, pode ser utilizada pelo único órgão que pode negociar melhor preço com o oferente, possibilidade que não cabe a cada acionista individual, por último, recordamos que um dos princípios informadores da RNF é justamente a soberania acionista, assim a regulamentação que melhor cumpre esse princípio sem descuidar os outros, será a de disciplinar a autorização prévia e não a de proibi-la de todo.

⁷⁸ A regulação europeia mais próxima da que defendemos será o regime supletivo alemão que permite a autorização prévia de defesas desde que seja concedida 18 meses antes e que especifique o método defensivo, conforme o §33 (2), segundo parágrafo do WpÜG. repare-se, no entanto que mesmo a doutrina alemã levanta algumas críticas ao conteúdo vago dessa regulação. Cfr. Thomas Stohlmeier, ob. cit., pp. 86

Parece-nos que o regime europeu e nacional devem mudar o sentido de proibir as autorizações prévias às defesas anti-OPA, para o de regulamentar as mesmas, sem deixar de impedir situações em que determinado ato é aprovado sem que os acionistas tenham a intenção defensiva, e que venham a ser executados na pendência da OPA.

Em nossa opinião, a regulação da autorização prévia deverá estipular uma duração máxima de 12 meses, promovendo a sua apreciação periódica na assembléia geral anual de forma que possa coincidir com a apreciação das contas da sociedade⁷⁹. Não queremos dizer que a AG de apreciação das contas e a AG de aprovação das medidas defensivas devem coincidir, apenas parece-nos que a autorização não deve ir para além de um período económico.

A concessão de autorização prévia às medidas defensivas, traduz-se num voto de confiança que é dado pelos acionistas a determinadas pessoas que compõem os órgãos de administração. Por isso, defendemos que a autorização deve caducar com destituição dos titulares dos órgãos sociais com funções executivas. Portanto a regulação deve atribuir um carácter *intuitu personae* à autorização.

A forma como a sociedade visada vai se defender, ou seja, o método defensivo aplicável, também deverá ser sujeito ao sufrágio acionista. Tendo em conta o impacto patrimonial que estas medidas podem ter os acionistas deverão ter a oportunidade de avaliar o efeito que tal medida terá sobre o seu investimento.

A maioria exigida para aprovação destas medidas deverá ser qualificada tal como o estipulado pelo artigo 182º do CVM.

Por último, a regulação deverá exigir que tais medidas sejam condicionadas por parâmetros claros e objetivos de forma que a sua verificação não dependa de qualquer atividade interpretativa por parte dos administradores⁸⁰. Obviamente que a primeira condição será o lançamento de uma OPA.

Com isso não queremos dizer que a prática da medida defensiva será obrigatória em caso de lançamento de OPA, pois podem haver alterações em certas circunstâncias que

⁷⁹ Se pretendemos que a decisão sobre uma medida defensiva seja bem informada, parece conveniente que os acionistas tenham presente os dados revelados nas demonstrações financeiras estejam.

⁸⁰ Como por exemplo um mínimo do prémio de OPA oferecido, ou a incidência sobre uma quantidade mínima de valores mobiliários, etc.

fundamentavam a decisão dos acionistas. Por isso defendemos que a autorização não deverá vincular a administração à frustração da OPA, e que os administradores devem voltar a consultar os acionistas se acharem oportuno.

5.4.3. Exceção de reciprocidade

Relativamente à última exceção, é preciso lembrar que o pretendido pelo legislador comunitário era a criação de condições igualitárias entre os vários EMs no que respeita a capacidade defensiva de suas sociedades, neste sentido a situação ideal seria a adoção de uma RNF obrigatória em todo espaço europeu, no entanto tal cenário não foi possível pelo que a RNF passou a ser de aplicação facultativa⁸¹. Isso criou um problema que era justamente a falta de um *level playing field*, entre os Estados que adotaram uma RNF obrigatória e aqueles que a adotaram numa base optativa. Assim o legislador europeu consagrou uma cláusula de exceção à RNF baseada na reciprocidade (sendo esta exceção de transposição facultativa), de forma a ser conseguido um consenso em relação a este tópico⁸². Outra ordem de ideias que justificam a exceção de reciprocidade é a proteção das sociedades europeias em relação à sociedades sujeitas a um ordenamento jurídico que não proíbem as defesas anti-OPA (especialmente as norte-americanas).

O nº3 do artigo 12º da diretiva, autoriza os EMs a dispensarem que as suas sociedades apliquem a RNF quando sejam alvos de uma oferta realizada por uma sociedade que não está ela mesma sujeita a limitação, ou quando é dominada por uma sociedade que não está limitada, sendo que o nº5 do mesmo artigo, faz depender esta exceção de uma deliberação da AG formada a menos de 18 meses antes do lançamento da OPA. A interpretação deste artigo levanta dúvidas se está em causa uma autorização a defesa em si ou se é a própria aplicação da cláusula de reciprocidade que será decidida pelos acionistas. Entendemos que aquilo que será votado em AG é a aplicação da exceção ou não, pois cremos que a autorização à medida defensiva seria uma interpretação pouco coerente com a *ratio* da diretiva no sentido de que os acionistas só podem autorizar uma defesa perante uma OPA em concreto e por isso só após o seu lançamento (ainda que neste caso o oferente não esteja sujeito à RNF)⁸³, ou seja, os acionistas decidem se aplicam a RNF numa base de reciprocidade, ou se aplicam sempre a

⁸¹ Artigo 12º da Diretiva

⁸² A cláusula de reciprocidade “foi o compromisso possível aquando da aprovação da Diretiva”, Cfr. João Cunha Vaz, ob. cit., p. 296

⁸³Cfr. João Cunha Vaz, ob. cit., p. 282

RNF, e, se for aprovado a aplicação recíproca, a administração estará sempre habilitada a se defender em caso de o oferente não estar sujeito à equivalente limitação.

Consideramos que esta exceção, não entorpece o objetivo de proteção do interesse do acionista da sociedade visada, precisamente porque faz com que a sua aplicação seja decidida pelos acionistas, respeitando-se assim o princípio de soberania acionista sobre a OPA.

O mesmo não se pode dizer da sua transposição para o regime nacional, pois de acordo com o artigo 182º, nº 6, do CVM, a exceção de reciprocidade aplica-se de forma automática, não dependendo de uma deliberação acionista, ou seja, o acionista perante uma OPA cujo oferente não seja sujeito à RNF, não é tutelado e não tem voto na matéria. Ora consideramos que neste ponto, o legislador nacional falhou na transposição da diretiva, e falhou de forma tal, que feriu os principais princípios informadores da RNF que é a tutela e soberania do acionista. Se antes dissemos que a transposição da diretiva em vários EMs deu um passo atrás na proteção do acionista, por causa da exceção de reciprocidade, no caso português, este passo foi mais largo e até contrário a *ratio legis* própria e comunitária.

Restam ainda duas notas sobre esta exceção: em primeiro lugar, como concretizar o critério de sujeição às “mesmas regras” e em segundo, quais são as situações que justificam a exceção ou não tendo em conta diferentes regimes aplicáveis ao oferente e à sociedade que domina este.

Quanto a primeira questão, quando se exige a sujeição as mesmas regras, devemos entender que aquilo que se pretende afinal, é criar um *level playing field*, ou seja o que se pretende é que sociedade visada e oferente tenham (formalmente) a mesma capacidade defensiva. Neste sentido, consideramos que não se trata apenas de o oferente estar sediado em um EM que não adotou a RNF de forma obrigatória, sendo necessário analisar em concreto se o oferente pode se defender contra uma OPA ou não e, se existir um regime inibitório, quais são os seus contornos independentemente da origem deste regime, vejamos os seguintes casos: (i) o oferente está sediado nos Estados Unidos e não está sujeito à RNF (ii) o oferente está sediado na Alemanha, e não optou pela aplicação da RFN, (iii) o oferente está sediado na Alemanha, mas optou pela aplicação da RNF, (iv) o oferente está sediado em um Estado que não faz parte do espaço europeu, mas a ordem jurídica deste Estado tem uma norma idêntica a nossa RNF, (v) o oferente está sediado num Estado, que não está no espaço europeu e que não

consagra uma RNF, mas a sua administração está licitamente limitada por uma cláusula estatutária de conteúdo semelhante à RNF.

Entendemos que a cláusula de exceção apenas deve ser aplicada no primeiro e no segundo caso, pois estamos perante um oferente que tem uma capacidade defensiva que a sociedade visada não tem. Relativamente ao terceiro caso, parece claro que não se aplica a exceção. Quanto aos dois últimos casos, parece-nos que também não se deve aplicar a cláusula de reciprocidade, pois, como já observamos, esta visa a criação de situações de igualdade em relação ao oferente, ora se a administração desta não pode se defender livremente, não se justifica a aplicação da exceção porque estão de facto sujeitos à uma RNF (independentemente da sua fonte).

Quanto a última questão, repare-se que o legislador faz depender a aplicação da exceção do facto de, ou o oferente, ou a sociedade que exerce domínio sobre esta, não estarem sujeitos à RNF. Compreende-se, facilmente o primeiro caso e quanto ao segundo, não será difícil imaginar situações em que apesar do oferente não poder se defender, a limitação é evitada pela sociedade sua dominante que não estando sujeita a uma RNF, poderá enquanto acionista do oferente, aprovar o recurso a defesas anti-OPA por parte deste.

A doutrina levanta dúvidas em relação aos casos em que o oferente não está limitado pela RNF, mas a sociedade sua dominante, está. Para João Cunha Vaz e Orlando Guiné⁸⁴, não fará sentido a aplicação da exceção nestes casos tendo em atenção o escopo da norma, pois o controlo do oferente reside numa sociedade que está sujeita a RNF, não se justificando a suspensão da limitação nestes casos. Cremos no entanto que a limitação deve ser excecionada mesmos nestes casos por duas razões: em primeiro lugar atentamos para a letra da Lei da qual resulta que basta que uma das sociedades (oferente ou dominante) não estejam sujeitos à RNF para que se aplique a exceção, em segundo lugar, se é verdade que o controlo do oferente reside na sociedade dominante que está sujeita a RNF, também é verdade que os administradores do oferente não dependem de nenhuma autorização por parte da sociedade dominante enquanto acionista para agirem defensivamente, por isso entendemos que a exceção se justifica nestes casos.

⁸⁴Cfr. João Cunha Vaz, ob. cit., p. 255; Oralando Vogler Guiné, ob. cit., pp. 189-190

5.5. Responsabilidade Civil por lançamento abusivo de OPA

O artigo 182º, nº 5, do CVM responsabiliza o oferente pelos danos causados à sociedade visada pelo lançamento de uma OPA que tenha como único objetivo a aplicação da RNF. Trata-se de uma estatuição que, juntamente com o requisito quantitativo da OPA, visa evitar a proliferação de ofertas abusivas.

Não podemos dizer que tal reponsabilidade não existia antes do CVM. Se é verdade que não era expreso no Cód.MVM, a verdade é que essa responsabilidade já decorria dos corolários do exercício abusivo de direito (artigo 334º do CC). Portanto o CVM tem o mérito de clarificar essa responsabilização⁸⁵.

No entanto a doutrina⁸⁶ chama a atenção para o facto de que a efectividade deste preceito é quase nulo pois exige uma atividade de prova praticamente impossivel. Repare-se que será muito difícil provar a intenção abusiva do lançamento da OPA tendo em conta as provas documentais de obejtivos legítimos com o lançamento da OPA.

5.6. Natureza Jurídica

Tanto o legislador europeu quanto o nacional, não se pronunciaram expressamente sobre as consequências associadas às práticas proibidas pela RNF. Repare-se que o artigo 9º da diretiva, impõe o dever de a administração obter a prévia autorização da AG antes de praticar um ato defensivo, parecendo tratar-se de uma norma de conduta da administração, cujo incumprimento resultaria na responsabilização dos administradores de acordo com os artigos 72º à 79º do CSC. Por outro lado, o considerando (21) da diretiva, usa expressamente a palavra limitação de poderes, relativamente a este regime, expressão que é adotada na epígrafe do artigo 182º do CVM, parecendo indicar que para além de uma norma de conduta dos administradores, está em causa a própria competência dos mesmos para a prática desses atos, atingindo assim a própria eficácia do ato defensivo e a não vinculação da sociedade de acordo com o artigo 409º, nº 1 do CSC e a consequente nulidade da deliberação do órgão de administração conforme o artigo 411º, nº1, b), e 433º do CSC.

⁸⁵ Cfr. Jorge Brito Pereira, *A limitação...*, ob. cit., p.192; Luís Teles de Menezes, *A Responsabilidade Civil no âmbito da OPA*, Direito dos Valores Mobiliários, IV, Coimbra Editora, 2003, p. 124-125

⁸⁶ Cfr. Jorge Brito Pereira, *A limitação...*, ob. cit., p.192

Em nossa opinião, a natureza jurídica da norma prende-se com a própria competência do órgão de administração, implicando a ineficácia do ato, pois consideramos que só assim se protege eficazmente os interesses tutelados pela RNF⁸⁷.

É preciso lembrar que a RNF já foi qualificada como trivial por parte da doutrina que considera que relativamente a todos os atos defensivos que estão cobertos por ela, já existe um tratamento próprio em sede de direito societário, pois relativamente a vários deles, o direito das sociedades comerciais já exige a deliberação dos acionistas, pelo que o efeito em termos de possibilidade defensiva de acordo com a lei acaba por ser o mesmo, relativamente aos atos defensivos que estão dentro da competência dos órgãos de administração, poder-se-á argumentar no sentido de que a sua prática em prejuízo dos interesses dos acionistas já se encontra proibida pelos deveres gerais que adstringem os administradores, causando a sua responsabilização⁸⁸.

Consideramos que tal linha de argumentação seria verdadeira se entendêssemos que a RNF é apenas uma norma de conduta, pois neste caso ela não acrescentaria muito ao ordenamento jurídico. No entanto cremos que o legislador europeu e do CVM, visaram uma tutela apriorística dos interesses em causa⁸⁹, ou seja aquilo que se pretende é que os atos praticados em violação do artigo 182º, não produzam efeitos e por isso sejam ineficazes. Para nós é esta a consequência jurídica que permite dizer que a consagração não é fruto de uma “amnésia” em relação ao Direito societário em geral, mas sim uma norma específica que visa dar uma resposta concreta a um problema que ocorre no âmbito legal circunscrito da OPA.

Desta forma cremos que a RNF implica: (i) a transferência de competências da administração para a AG, conseqüente ineficácia dos atos praticados à sua revelia, e nulidade das deliberações dos órgãos de administração que determinem a sua prática, (ii) para os atos que

⁸⁷ No mesmo sentido, João Cunha Vaz, ob. cit., pp. 263-271.

⁸⁸ Cfr. Carsten Gerne-Beuerle, David Kershaw e Matteo Solinas, ob. cit., onde os autores aprestam apenas uma diferença entre a RNF e o direito societário que é de aquela não permitir autorizações prévias diferentemente deste. Concordamos que esta seja uma diferença, embora consideremos que a verdadeira diferença seria a de a RNF conferir eficácia apenas as decisões da AG tomadas com o efetivo intuito de autorizar uma defesa, enquanto o mesmo tema não está no escopo do legislador societário que tenderá a aceitar a validade de decisões independentemente do cenário de OPA, ou seja não se trataria de uma mera diferença temporal, tratando-se antes de uma diferença substancial entre os fenómenos admitidos pela RNF e pelo ordenamento jurídico societário. Não obstante, esta não será a única diferença entre os dois eixos regulatórios se considerarmos que a consequência associada à violação da RNF for a ineficácia do ato.

⁸⁹ Cfr. Paulo Câmara, *Manual* ob. cit., pp. 589

são de competência da AG, mas que não exigem maioria qualificada, a norma opera a qualificação das maiorias exigidas, (iii) no caso de deliberações tomadas antes do lançamento da OPA, a sua eficácia fica suspensa durante o período inibitório.

Uma última nota tem a ver com o facto de que essa ineficácia do ato mantém-se durante todo o período inibitório, e após este período em caso de sucesso da OPA, pois só nestes casos é que se está a tutelar os interesses visados pela RNF. Em caso de insucesso da OPA, cessa também a ineficácia dos atos praticados⁹⁰.

5.7. A legítima adoção de medidas defensivas como fundamento de revogação da oferta⁹¹

O facto de a limitação poder ser levantada por decisão dos acionistas revela que a RNF serve em primeira linha o interesse dos acionistas da sociedade visada e apenas reflexamente tutela o oferente. Ora, perante a aprovação legítima de atos que prejudicam os interesses do oferente e que escapam ao âmbito da limitação, o legislador não exige ao oferente que mantenha a oferta quando o seu interesse na sociedade visada foi legitimamente frustrado. Por isso o CVM consagra a possibilidade de modificação ou alteração da oferta por alteração das circunstâncias no artigo 128º.

Na prática aquilo que se verifica é que o oferente tenta sempre se precaver relativamente a manobras defensivas tornando pública uma série de condições resolutivas associadas à oferta no anúncio preliminar, assegurando a verificação dos requisitos de aplicação do regime dos artigos 128º e 130º.

⁹⁰ Cfr. Orlando Vogler Guiné, ob. cit., pp. 221

⁹¹ Para maior desenvolvimento sobre a alteração das circunstâncias, v., Paula Costa e, *Ofertas Públicas e alteração das circunstâncias*, Direito dos Valores Mobiliários, IV, Coimbra Editora, 2003, 127-146

Conclusão

No presente trabalho, tivemos a oportunidade de analisar os conflitos de interesses que surgem nas Sociedades Abertas, em especial no contexto da OPA, onde vimos que os administradores da sociedade visada podem lançar mão de uma série de estratégias defensivas, visando a frustração da oferta.

Analisamos de forma sucinta, os fundamentos da regulação europeia, no que diz respeito as medidas defensivas, que são o princípio de soberania acionista e a proporcionalidade entre incorrência de risco de capital e o controlo societário. Vimos também que o legislador europeu procurou concretizar essas idéias-chave através da consagração de uma norma que limitasse o poder dos administradores durante a OPA, e de uma regra de inoponibilidade de restrições em matéria de voto e de transmissão de ações na pândencia da oferta. Consideramos ainda que a própria Diretiva merece certos reparos de maneira a concretizar melhor a tutela dos acionistas da sociedade visada.

Por último, analisamos a RNF no ordenamento jurídico nacional, consagrada no artigo 182º do CVM, e chegamos à conclusão de que, em vários aspectos, o regime merece alguns reparos.

Relativamente ao âmbito objetivo da RNF, consideramos que a introdução de um limite mínimo de um terço dos valores mobiliários não prevê eficazmente as várias situações de mudança de controlo sobre a sociedade visada, pelo que sugerimos a remoção desse limite ou a alteração da letra da lei no sentido de já ter em conta valores mobiliários da sociedade visada que já eram detidos, direta ou indiretamente, pelo oferente antes da oferta.

Quanto ao âmbito subjetivo, aderimos a posição de Jorge Brito Pereira acerca da limitação de sociedades dominadas pela sociedade visada.

Entedemos qu a antecipação do momento inibitório para antes do anuncio preliminar, embora seja permitido expressamente pelo legislador europeu, trouxe consigo algumas dificuldades relativamente a aplicabilidade da norma. Relativamente à cessação da limitação, essa deve ocorrer com o fim da oferta, uma vez que os eventuais interesses do oferente (novo acionista), têm tutela em sede propria no Direito Societário.

Concordamos genericamente com os requisitos de aplicação da norma. O ato proibido deverá ser extraordinário, ter um impacto significativo no património societário e deve lesar de forma substancial os objetivos do oferente.

Relativamente às exceções à RNF, apenas não estamos de acordo com a exceção de reciprocidade, pois não vislumbramos razão que justifique o sacrifício dos interesses dos acionistas pelo facto de o oferente não estar sujeito a uma norma semelhante. Estamos ainda mais em desacordo com a transposição dessa exceção para o Direito interno, pois aplica-a de forma automática sem qualquer submissão à vontade dos acionistas.

Quanto a exceção de autorização da AG, estamos de acordo que o acionista é o único que deve decidir o destino da OPA. No entanto, defendemos que a regulação que verdadeiramente respeita a soberania acionista, deverá regular a autorização precedente à OPA, ao invés de a proibir de todo.

Em nosso entender a RNF, possuindo um carácter preventivo deve ser considerada um norma que atinge a própria competência da administração, tornando os atos praticos a sua revelia ineficazes.

Bibliografia

1. Abreu, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial, Vol. II, das Sociedades*, 4ª Edição, Almedina, Coimbra, 2011.
2. Allen, Franklin; Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C., *Principles of Corporate Finance*, Tenth Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, 2011.
3. Almeida, António Pereira de, *Sociedades Abertas*, Direito dos Valores Mobiliários, VI, Coimbra Editora, 2006, 9-50.
4. Almeida, Carlos Ferreira de, *Direito a dividendos no âmbito de oferta pública de aquisição de acções*, Direito dos Valores Mobiliários, V, Coimbra Editora, 2004, 29-90.
5. Almeida, Rui M. P.; Dias, Ana Isabel; Albuquerque, Fábio de; Carvalho, Fernando; Pinheiro, Pedro, *SNC Explicado*, 2ª Edição, ATF, Lisboa, 2010.
6. Antunes, José Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, 1ª Edição, Almedina, Coimbra, 2009.
7. Antunes, José Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais*, 1ª Edição, Almedina, Coimbra, 2009.
8. Bedchuck, Lucian A.; Gohen, Alma; Wang, Charles C. Y., *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders (October 1, 2012)*. Journal of Corporate Finance, Vol. 25, April 2014, pp. 140-154. <http://ssrn.com/abstract=1718488> [5 de Novembro de 2013].
9. Borges, António; Rodrigues, Azevedo; Rodrigues, Rogério, *Elementos de Contabilidade Geral*, 25ª Edição, Areas Editora, Lisboa, 2010.
10. Câmara, Paulo, *Manual De Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª Edição, Almedina, Lisboa, 2011.

11. Câmara, Paulo, *O governo das sociedades em Portugal: Uma Introdução*, Cadernos MVM, nº12, 2001, 46-55.
12. Câmara, Paulo, *Emissão e subscrição de valores mobiliários*, Lex, 1997.
13. Clerc, Christoph; Demarigny, Fabrice; Aramendia, Mirzha de Manuel; Valiante, Diego, *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*, CEPS Paperbacks, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2187837> [16 de Setembro de 2013]
14. Cunha, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª Edição, Almedina, Lisboa, 2012.
15. Cunha, Paulo Olavo, *Lições de Direito Comercial*, 1ª Edição, Almedina, Lisboa, 2010.
16. Enriques, Luca; Gilson, Ronald J.; Paces, Alessio M., *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, ECGI - Law Working Paper No. 212; Columbia Law and Economics Working Paper No. 450; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 444, <http://ssrn.com/abstract=2258926> [14 de Novembro de 2013].
17. Estaca, José Nuno Marques, *O interesse social nas deliberações sociais*, Almedina, 2003.
18. Ferrarini, Guido; Miller, Geoffrey P., *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, Cornell International Law Journal, Forthcoming; ECGI - Law Working Paper No. 139/2010; NYU Law and Economics Research Paper No. 09-42, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1497083> [15 de Janeiro de 2014].
19. Gerner-Beuerle, Carsten; Kershaw, David; Solinas, Matteo, *Is the Board Neutrality Rule Trivial? Amnesia About Corporate Law in European Takeover Regulation*, LSE

Legal Studies Working Paper No. 3/2011, 2011, <http://ssrn.com/abstract=1799291> [11 Agosto de 2013].

20. Guiné, Orlando Vogler, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Almedina, 2009.
21. Hopt, Klaus J., *A harmonização do regime das ofertas públicas de aquisição (OPAs) na Europa*, Direito dos Valores Mobiliários, V, Coimbra Editora, 2004, 215-240.
22. Jesen, Michael C, *The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy. "The Merger Boom"*, Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston, pp. 102-143, October 1987, <http://ssrn.com/abstract=350422> [25 de Janeiro de 2014].
23. Leitão, Luís Teles de Menezes, *As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil*, Direito dos Valores Mobiliários, VII, Coimbra Editora, 2007, 57-76.
24. Leitão, Luís Teles de Menezes, *A Responsabilidade Civil no âmbito da OPA*, Direito dos Valores Mobiliários, IV, Coimbra Editora, 2003, 111-126.
25. Martynova, Marina; Oosting, Sjoerd; Renneboog, Luc, *The Long-Term Operating Performance of European Mergers and Acquisitions*, ECGI - Finance Working Paper No. 137/2006; TILEC Discussion Paper No. 2006-030, 2006, <http://ssrn.com/abstract=944407> [27 de Setembro de 2013].
26. Martynova, Marina; Renneboog, Luc, *Mergers and Acquisitions in Europe*, ECGI - Finance Working Paper No. 114/2006; CentER Discussion Paper Series No. 2006-06, 2006, <http://ssrn.com/abstract=880379> [27 de Setembro de 2013].
27. Matos, Pedro Verga, *A relação entre os accionistas e os gestores de sociedades cotadas: alguns problemas e soluções*, Cadernos MVM, nº33, 2009, 92-104.

28. McGee, Robert W., *Some Overlooked Ethical Issues in Acquisitions and Mergers*, Fayetteville State University, 2004, <http://ssrn.com/abstract=538662> [11 de Dezembro de 2013].
29. Mucciarelli, Federico M., *White Knights and Black Knights: Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of 'Target' Companies?*, University of London, SOAS, Department of Financial and Management Studies; University of Modena and Reggio Emilia - School of Economics, 2006, <http://ssrn.com/abstract=910220> [1 de Fevereiro de 2014].
30. Narayanan, M.P.; Sundaram, Anat K., *A Safe Landing? Golden Parachutes and Corporate Behavior*, University of Michigan Business School Working Paper No. 98015, 1998, <http://ssrn.com/abstract=131869> [11 de Dezembro de 2013].
31. Papadopoulos, Tomas, *The Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and Their Deficiencies*, LFM, Vol. 1, nº. 6, 2007, 525-533, <http://ssrn.com/abstract=1088894> [11 de Outubro de 2013].
32. Pereira, Jorge Brito, *A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, *Diriето dos Valores Mobiliários*, II, Coimbra Editora, 2001, 175-202.
33. Pereira, Jorge Brito, *A OPA obrigatória*, Almedina, 1998.
34. Santos, André, *Os sistemas de negociação multilateral: Uma perspectiva jurídica actual*, *Cadernos MVM*, nº 42, 2012, 8-39.
35. Santos, Hugo Moredo, *Aquisição tendente ao domínio total de sociedades abertas*, *Direito dos valores Mobiliários*, VII, Coimbra Editora, 2007, 275-402
36. Silva Fernando, *Códigos de Governo Societário: Does one size fit all?*, *Cadernos MVM*, nº 33, 2009, 40-71.

37. Silva, Paula Costa e, *A imputação de direito de voto na oferta pública de aquisição*, Direito dos Valores Mobiliários, VII, Coimbra Editora, 2007, 275-402.
38. Silva, Paula Costa e, *Ofertas Públicas e alteração das circunstâncias*, Direito dos Valores Mobiliários, IV, Coimbra Editora, 2003, 127-146.
39. Silva, Pedro Alexandre Tavares da, *Fatores que influenciam o Cumprimento das recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades cotadas*, Cadernos MVM, nº 46, 2013, 62-87.
40. Stohlmeier, Thomas, *German Public Takeover Law*, Kluwer, Series of Legislation in Translation 18.
41. Stokes, Miguel, *Ensaio sobre os requisitos substantivos da OPA concorrente*, Cadernos MVM, nº48, 2014, 9-33.
42. Vaz, João Cunha, *A OPA e o Controlo Societário. A Regra de Não Frustração*, Almedina, 2013.
43. White Alexander, *Reassessing the Rationales for the Takeover Bids Directive's Board Neutrality Rule*, European Business Law Review, Vol. 5, No. 23, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2205109> [12 de Novembro de 2013]