



UNIVERSIDADE  
**CATÓLICA**  
PORTUGUESA

## **AS MEDIDAS DE DEFESA ANTI-OPA**

Ana Filipa Mirra Marques Pinto

Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Direito das  
Empresas e dos Negócios, realizada sob orientação do Professor Doutor  
José Engrácia Antunes

Maio 2016



*Aos meus pais, pelo amor e dedicação incondicionais.*

*Ao meu irmão, o meu orgulho.*

*Ao meu orientador, Doutor José Engrácia Antunes, por todo o apoio e atenção.*

*Aos meus amigos, pela força e incentivo.*

## SIGLAS E ABREVIATURAS

AA.VV. – Autores Vários

AG- Assembleia Geral

al(s). - Alínea(s)

Art(s). - Artigo(s)

BCP - Banco Comercial Português, S.A.

BPI - Banco Português de Investimento, S.A.

CadMVM- Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários

Cfr. – Conferir/confrontar/conforme

*City Code* - City Code on Takeovers and Mergers

Cód. SC - Código das Sociedades Comerciais

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Cód. MVM - Código do Mercado de Valores Mobiliários

Cód.VM - Código dos Valores Mobiliários

CSN- Companhia Siderúrgica Nacional

DL- Decreto-Lei

EUA- Estados Unidos da América

N.<sup>o</sup>(s) – Número(s)

Ob. cit. - Obra citada anteriormente

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OECD- Organization for Economic Co-Operation and Development

OPA(s) – Oferta(s) Pública(s) de Aquisição

P(p). - Página(s)

PT- Portugal Telecom

PTM- PT Multimédia

RD- Real Decreto

RD de OPAS- RD 1066/2007, de 27 de julio, «sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores»

ROA- Revista da Ordem dos Advogados

SGPS- Sociedade Gestora de Participações Sociais

ss. - Seguiente(s)

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	8
CAPÍTULO I- A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO: CONSIDERAÇÕES GERAIS.....	10
I.    Noção e Modalidades de OPA. A OPA hostil.....	10
II.   Regime e Processo Legal da OPA.....	12
III.  A Administração da Sociedade na Pendência da OPA.....	15
CAPÍTULO II- AS MEDIDAS DE DEFESA ANTI-OPA.....	20
I.    Aspetos Gerais.....	20
II.   Tipologias: Os Critérios Ordenadores.....	21
A. Critério Operacional.....	21
B. Critério Subjetivo.....	21
C. Critério Objetivo.....	22
D. Critério Funcional ou Temporal.....	23
III.  Medidas de Defesa Preventivas .....	24
A. Medidas Organizatórias.....	24
1. Cláusulas Estatutárias Atinentes ao Órgão de Administração.....	24
2. Cláusulas Estatutárias Atinentes aos Quóruns Deliberativos.....	25
B. Limitações ao Direito de Voto.....	26
1. Ações Preferenciais sem Direito de Voto.....	26
2. Limites de Voto ou <i>Voting Caps</i> .....	27
3. Reforço do Quórum e Exigência de Maioria Qualificada.....	29
C. Medidas Financeiras.....	30
1. "Paraquedas Dourados" ou <i>Golden Parachutes</i> .....	30
2. Protelamento do Direito ao Dividendo.....	32
D. O Controlo Sobre as Ações.....	33
1. "Pílulas Envenenadas" ou <i>Poison Pills</i> .....	33
2. Restrições à Transmissão de Ações.....	35
IV.  Medidas de Defesa Reativas .....	37
A. Medidas Permitidas pelo Código de Valores Mobiliários.....	37
1. Contra- OPA ou <i>Pac-Man Defense</i> .....	38
2. OPA Concorrente ou <i>White Knight</i> .....	40
B. Outras Medidas Reativas.....	41
1. "Escudeiro Branco" ou <i>White Squire</i> .....	41
2. "Joias da Coroa" ou <i>Crown Jewels</i> .....	42
3. Aquisição de Ações Próprias.....	43
4. Litígio ou Litigation.....	45

CONCLUSÃO.....	47
BIBLIOGRAFIA.....	48

## INTRODUÇÃO

Com a evolução dos mercados financeiros, as ofertas públicas de aquisição tornaram-se o mecanismo fundamental no domínio da obtenção do controlo societário<sup>1</sup>. Deste modo, a OPA permite que o oferente se dirija diretamente aos acionistas com vista à aquisição das suas ações e potencialmente o controlo da sociedade, sem necessidade de obtenção de autorização por parte do órgão de administração<sup>2</sup>.

Nos mercados mais desenvolvidos<sup>3</sup>, constata-se que a OPA pode assumir frequentemente um carácter hostil, na medida em que é realizada contra a vontade dos administradores que se vêm ameaçados por uma iminente substituição do quadro administrativo e, como tal, de uma completa alteração da política de gestão da sociedade.

Assim, propomo-nos analisar o direito de defesa que assiste à sociedade visada por uma OPA hostil. Ou seja, quais as estratégias que esta tem à sua disposição, medidas de defesa anti-OPA, que lhe permitam na prática prevenir e reagir contra a hostilidade de uma oferta pública de aquisição.

Para análise do exposto, o presente estudo encontra-se dividido em dois capítulos: No primeiro capítulo, com destaque para os aspetos introdutórios ao tema principal, será analisado o regime e o processo legal da OPA presente no Cód.VM. sem esquecer, pela sua relevância no contexto das medidas defensivas, a noção de OPA hostil. Concluiremos com um último ponto que permitirá compreender a situação em que se encontra a sociedade visada por uma OPA, nomeadamente a limitação de poderes do seu órgão de administração.

No segundo capítulo, objetivo principal do nosso trabalho, será atribuída atenção primordial às medidas propriamente ditas, às suas características, limitações, efeitos, licitude e distribuição de acordo com os critérios ordenadores existentes.

---

<sup>1</sup> Trata-se de um dos temas mais debatidos na literatura financeira anglo-saxónica, que acabou por influenciar em grande medida o sistema jurídico nacional, *Vide*: FERREIRA, M. Requicha, *Acordos de Aceitação e Não-Aceitação*, Coimbra: Almedina, 2015, p.51. A OPA é uma das técnicas de aquisição do controlo de uma sociedade. Neste sentido, *Vide*, entre nós, VENTURA, Raúl, *Participações Dominantes: Alguns Aspectos do Domínio de Sociedades Por Sociedades*, in ROA, Vol. II, 1979, p. 256; GARCIA, A. Teixeira, *OPA: Da Oferta Pública de Aquisição e o seu Regime Jurídico*, in Boletim da Faculdade Direito, Studia Iuridica, 11, Universidade de Coimbra- Boletim da Faculdade de Direito, Coimbra: Coimbra Editora, p.16, nota 11.

<sup>2</sup> Cfr. DAVIES/HOPT, *Control transactions*, in AAVV, *The anatomy of Corporate Law. A comparative and functional approach*, 2ª edição, Oxford University Press, Oxford, 2009, p. 226; GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras*, Estudios sobre OPAs, Primera Edición, Madrid: Civitas, 1999, p.28; MARTÍN-LABORDA, A. Robles, *Sindicación de Acciones y Mercado de Control Societario*, Primera Edición, Navarra: Editorial Aranzadi, 2006, p.21.

<sup>3</sup> No mercado norte-americano cfr. MORCK/SCHLEIFER/VISHNY, *Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers*, in AUERBACH (org.) *Corporate takeovers: causes and consequences*, Chicago, 1988, pp. 101 e ss.; MARTIN/McCONNEL, *Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover*, in *Journal of Finance*, 46, 1991, pp. 671 e ss.; GILSON, R. J., *The law and finance of corporate acquisitions*, New York, 1990, pp. 46 e ss.; No mercado inglês, *Vide*: os estudos de MARSH, Paul, *Short-termism: Are myopic markets and Money men to blame?* in *Actas del Congreso Takeovers, the stock market and corporate performance*, London, 1991, p. 14 e ss.

## CAPÍTULO I

## A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO: CONSIDERAÇÕES GERAIS

### I. Noção e Modalidades de OPA. A OPA hostil

As OPAs vêm reguladas, no Título III do Cód.VM, mais precisamente nos arts. 108.º a 197.º. Dizem respeito a uma modalidade<sup>4</sup> de oferta pública<sup>5</sup> que consiste numa proposta contratual dirigida ao público detentor de determinadas participações sociais de uma concreta sociedade visada, seguindo um determinado processo<sup>6</sup>, durante certo período de tempo, com vista à sua aquisição, total ou parcial, mediante uma contrapartida em dinheiro e/ou valores mobiliários. Nesta medida, coloca em contacto direto o oferente e os titulares de valores mobiliários da sociedade visada, traduzindo-se numa proposta contratual em que o oferente se propõe comprar os valores mobiliários, à partida por um valor superior ao da sua cotação.

Acontece que, apesar de as ofertas permitirem aos acionistas obterem mais-valias, elas podem ser hostis. Ou seja, as OPAs podem distinguir-se, de acordo com o critério da posição da administração da sociedade alvo, entre OPA “amigável” e OPA hostil<sup>7</sup>.

---

<sup>4</sup> No que respeita às modalidades Cfr. TAVARES, Diogo, *Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento da OPA*, in *Direito Das Sociedades em Revista*, Março de 2015, Ano 7, Vol. 13, semestral., p.249.

<sup>5</sup> O n.º 1 do art. 109.º do Cód.VM “Considera pública a oferta relativa a valores mobiliários dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados”. O n.º 3 do mesmo preceito ainda a sua qualificação. Contrariamente, são havidas como ofertas particulares as ofertas relativas que se dirigem exclusivamente a investidores qualificados, conforme enunciado na al. a) do n.º 1 do art. 110.º do Cód.VM.

<sup>6</sup> A oferta diz-se processo, pois ela é um conjunto de diversas operações que têm por finalidade a constituição de uma proposta contratual de aquisição de valores mobiliários emitidos pela sociedade visada. Cf. Capítulo I, Grupo II *infra*. Vide: SANTOS, H. Moredo, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra: Coimbra Editora, 2011, pp. 166 e ss.

<sup>7</sup> Vide: quanto às diferentes modalidades e terminologias de classificação, VENTURA, Raúl, *Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários*, in *Estudos vários sobre Sociedades Anónimas: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Reimpressão da Edição de 1992, Coimbra: Almedina, 2003, p.124; GARCIA, A. Teixeira, *Ob. cit.*, pp. 63 e ss., e em especial, 83 e ss.; LEITÃO, Luís M. T. de Menezes, *A Responsabilidade Civil no Âmbito da OPA*, in *AA.VV.*, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p.112; MARTINS, A. Soveral, *Valores Mobiliários[Acções]*, IDET, Cadernos nº1, Coimbra: Almedina, 2003, pp 52-53; ANDRADE, M. Costa, *Algumas considerações sobre a oferta pública de aquisição simples e voluntária no regime português*, in *Boletim da Faculdade de Direito*, Vol. LXXVIII, Ano 2002, pp. 724-725.

A ideia de hostilidade das OPAs não se refere ao ponto de vista dos acionistas, pois, para estes, a OPA terá de ser “amigável” no sentido de ser favorável aos seus interesses<sup>8</sup>. Portanto, a hostilidade será antes do ponto de vista dos órgãos de

administração da sociedade visada. Pois que, caso a OPA seja bem sucedida, é muito provável que o oferente obtenha o controlo da sociedade.

No entanto, não se pode defender que a OPA seja necessariamente hostil para a administração da sociedade visada. A sua finalidade é efetuar alterações em benefício do interesse social e não tratar-se de um ato agressivo contra os órgãos de administração. O que muitas vezes implica é, tendo em conta a prossecução do interesse social, que haja mudanças na gestão da sociedade, o que reconduz indiretamente a que os titulares do órgão da administração percam os cargos que ocupam<sup>9</sup>.

Em suma, a OPA é amigável quando realizada com o assentimento dos administradores ou accionistas dominantes da sociedade visada. Por contraposição, será hostil aquela que não merece o acolhimento do órgão de administração da sociedade visada. Por esse facto, uma OPA hostil coloca em oposição os interesses dos accionistas, que pretendem obter mais-valias, e os interesses dos titulares do órgão de administração, que pretendem manter os cargos que ocupam na sociedade visada.<sup>10</sup>

Segundo DePamphilis<sup>11</sup>, uma OPA é considerada hostil quando a oferta efetuada implica a transferência do controlo da empresa visada, a sua forma consiste numa oferta pública e não existe acordo da estrutura acionista da sociedade alvo<sup>12</sup>.

De facto, nos mercados mais desenvolvidos, designadamente no Reino Unido e nos EUA, constata-se que as OPAs são mais frequentes, em virtude da estrutura accionista, onde existe uma forte dispersão do capital da sociedade visada, e o controlo da mesma não está nas mãos dos acionistas controladores.

<sup>8</sup> Cfr. CORDEIRO, A. M., *Da tomada de sociedades (takeover): Efetivação, Valoração e Técnicas de Defesa*, ROA, ano 54, Vol. III, Dezembro 1994, p. 767; CORDEIRO, A. M., *A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis*, ROA, ano 58, 1998, pp. 133-134; PEREIRA, J. Brito, *A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p.179.

<sup>9</sup> Cfr. TAPIA SÁNCHEZ, M. Rosa- *El difícil camino de la OPA en el cambio del control societario*, Revista de derecho bancario y bursátil, editorial lex nova, jul/set de 2005, p.74.

<sup>10</sup> Cfr. FRAGOSO, Luís, *A OPA Inibitória e a limitação de poderes da sociedade visada- O art. 182.º do CVM*, in Verbo Jurídico, Março de 2005, p. 12.

<sup>11</sup> DEPAMPHILIS, Donald, *Mergers acquisitions, and other restructuring activities*, 3ª edição, Academic Press Advanced Finance Service, 2005, p. 22.

<sup>12</sup> LOPES, C. Teixeira; OLIVEIRA, Helena S. de; CUNHA, C. A. da Silva e, *O jogo das estratégias das OPA- Caso SONAE/Portugal Telecom*, Revista TOC, n.º 75, p.48.

Ao passo que, nas sociedades continentais, maioritariamente fechadas e de características familiares em que existe um elevado grau de concentração da propriedade, é mais comum que os potenciais adquirentes tentem entrar em negociações com o acionista ou grupo controlador<sup>13</sup>.

Assim se conclui que, no direito norte americano, ao contrário do que se verifica nos ordenamentos europeus, em que se atribui alguma competência gestora à Assembleia Geral dos Accionistas, a competência em matéria de gestão social é reconhecida ao órgão de administração, incluindo a tomada de decisões tão transcendentais como o aumento do capital social. Por esse motivo, e conforme será tratado *infra*, a atribuição de competências para adoção de medidas defensivas por parte do órgão de administração é muito mais reduzida ao abrigo das legislações europeias<sup>14</sup>.

## II. Regime e Processo Legal da OPA

As OPAs são uma das modalidades de oferta pública previstas no Cód. VM. Portanto, são-lhe aplicáveis, conforme referido *supra*, tanto as disposições comuns constantes do Capítulo I do Título III, relativas às ofertas públicas em geral- arts. 108º a 155º-, bem como as disposições específicas presentes do Capítulo III do mesmo título, referentes às ofertas públicas de aquisição em particular- arts. 173º a 197º<sup>15</sup>-.

As OPAs foram objeto de regulação detalhada pela primeira vez em Portugal em 1986, com a entrada em vigor do Cód. SC, que estabeleceu um conjunto de regras processuais a serem aplicadas. Posteriormente, surgiu o Cód. MVM<sup>16</sup>, o qual introduziu um novo regime das OPAs, que passou a coexistir com o anterior regime do Cód. SC.

<sup>13</sup> Deste modo, só fará sentido a existência da figura de uma OPA hostil em sociedades com grande dispersão do capital social, caso contrário, a OPA só terá sucesso se o acionista ou grupo controlador pretenderem vender as suas participações. Cfr. VAZ, J. Cunha, *As OPA na União Europeia face ao novo Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina, 2000, p.29; MARTINS A. Soveral, *Títulos de Crédito e Valores Mobiliários, Parte I- Títulos de Crédito*, Coimbra: Almedina, 2014, p.53.

<sup>14</sup> Cfr. ASCENSIÓN, G. Córcoles, *La Intervencion De La Junta General De Accionistas Ante La Formulacion De Una Oferta Publica De Adquisición de Acciones*, Revista de Derecho de Sociedades, nº 39, Primera edicion, Navarra, Editorial Arazandi, 2013, pp. 151 e 152.

<sup>15</sup> Cfr. TAVARES, Diogo, *Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento da OPA*, in *Direito Das Sociedades em Revista*, Ano 7, Vol. 13, Março de 2015, p. 249.

<sup>16</sup> Aprovado pelo DL. n.º 142-A/91, 10 de Abril.

Esta coexistência terminou com a revogação do regime constante no Cód. SC<sup>17</sup>.

O regime atual foi introduzido com o Cód.VM<sup>18</sup>, que revogou o Cód.MVM pela transposição para o nosso ordenamento jurídico das Diretivas n.º 2004/25/CE<sup>19</sup>, n.º 2004/109/CE<sup>20</sup> e n.º 2007/14/CE<sup>21</sup>.

As OPAs constituindo uma proposta dirigida ao público para a aquisição de valores mobiliários - 173º, n.º1 Cód.VM<sup>22</sup> - pode ser configurada em várias modalidades.

Quanto à natureza da contrapartida, pode consistir na modalidade de oferta pública de compra, se incidir em dinheiro, ou em oferta pública de troca, se a contrapartida for outros valores mobiliários - 177º Cód.VM<sup>23</sup>. Quanto ao seu objeto, quando constituído por ações, pode revestir a modalidade de aquisição de ofertas públicas geral ou parcial, consoante incida, respetivamente, sobre a totalidade ou sobre parte das ações e valores mobiliários - 173º, n.º 2 Cód.VM<sup>24</sup>.

O **processo** das ofertas públicas de aquisição inicia-se com o envio à sociedade visada e às entidades gestoras dos mercados regulamentados<sup>25</sup> do anúncio preliminar, que deverá revestir o conteúdo constante no art. 176.º do Cód.VM, ou seja, os aspetos principais da proposta de aquisição<sup>26</sup>.

<sup>17</sup> Revogado pelo DL. n.º 261/95, 3 de outubro.

<sup>18</sup> Aprovado pelo DL. n.º 486/99, 13 de novembro.

<sup>19</sup> Diretiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril, relativas às ofertas públicas de aquisição, transposta para o ordenamento jurídico português através das alterações ao Cód.VM levadas a cabo pelo DL. n.º 219/2006, de 2 de novembro.

<sup>20</sup> Diretiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes, cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado, transposta para o ordenamento jurídico português através das alterações ao Cód.VM levadas a cabo pelo DL. n.º 357-A/2007.

<sup>21</sup> Diretiva n.º 2007/14/CE da Comissão, de 8 de março de 2007, que estabelece as normas de execução de determinadas disposições da Diretiva 2004/109/CE, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado, transposta para o ordenamento jurídico português, tal como a Diretiva da Transparência, através das alterações ao Cód. VM, levadas a cabo pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007.

<sup>22</sup> Retira-se do art. 173.º n.º 3 do Cód.VM um princípio de liberdade do objeto de OPA, podendo esta visar a aquisição de qualquer valor mobiliário, não sendo no entanto aplicáveis uma série de regras às OPAs lançadas sobre valores mobiliários que não se qualificam como ações ou valores mobiliários que dão direito à sua subscrição ou aquisição.

<sup>23</sup> Sendo que neste último caso, estamos perante uma oferta pública de aquisição e uma oferta pública de distribuição. Vide: CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª Edição, Coimbra: Almedina, 2011, pp. 604 e 609.

<sup>24</sup> Devendo entender-se que uma oferta é lançada na totalidade desses valores mobiliários quando abrange, de entre os mesmos, todos os detidos por pessoas que não estão com o oferente em nenhuma das situações previstas no art. 20.º, n.º 1, do Cód.VM. Vide: TAVARES, Diogo, *Ob. cit.*, p. 253.

<sup>25</sup> Em que sejam admitidos à negociação os valores mobiliários que são objeto da oferta. Cf. RODRIGUES, A. Mondaine, *Das restrições ao exercício do direito de voto no âmbito de uma oferta pública de aquisição: uma análise do anteprojecto de alteração do art. 182.º-A dos Valores Mobiliários*, Revista das Sociedades Comerciais, Vol. IV, Ano 2012, pp. 343.

<sup>26</sup> CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito (...)*, *Ob. cit.*, p. 576.

Uma vez publicado o anúncio, conforme o art. 175.º, n.ºs 1 e 2 do Cód.VM, efetiva-se a aplicação do princípio da estabilidade da oferta, pois, a partir desse momento, torna-se a mesma inalterável e irrevogável. Fica, assim, o oferente obrigado a lançar uma OPA em termos iguais ou mais favoráveis que os presentes no anúncio preliminar, ao abrigo do que dispõe a al. a) do n.º 2 do art. 175.º do Cód. VM, bem como a requerer o registo da oferta no prazo de vinte dias, prorrogável pela CMVM até sessenta dias nas ofertas públicas de troca. Sem esquecer o dever de informar os representantes dos trabalhadores,

ou na sua falta, os trabalhadores sobre o conteúdo dos documentos da oferta, assim que estes se tornem públicos, tal como enunciado nas als. b) e c) respetivamente, do mesmo artigo<sup>27</sup>.

Segundo o art. 174.º do Cód.VM, até que se publique o anúncio preliminar, deverão o oferente, a sociedade visada, os seus acionistas e os titulares de órgãos sociais, assim como todos os que lhes prestem serviços a título permanente ou ocasional, guardar segredo sobre a preparação da oferta, a fim de se evitar o uso abusivo de informação privilegiada que possa afetar a confiança no mercado.

André Mondaine Rodrigues questiona a existência nesta norma da consagração do princípio de confidencialidade em detrimento do princípio de informação. Contudo, não há na prática sigilo em processos de concentração empresarial, devido à obrigação de notificar previamente a Autoridade da Concorrência. Ou seja, a OPA, por ser uma operação de concentração empresarial<sup>28</sup>, cabe a aplicação da Lei n.º19/2012, de 8 de maio, Lei da Concorrência, sendo que o art. 37.º do mesmo diploma legal dita a exigência de uma notificação prévia à Autoridade da Concorrência<sup>29</sup>.

---

<sup>27</sup> Pretendeu com isto o legislador, atribuir transparência à informação disponível logo que seja tomada a decisão de lançamento da OPA, ainda que os seus contornos não estejam totalmente definidos. *Vide*: ALMEIDA, A. P. de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*, 6.ª Edição, Coimbra: Coimbra Editora, 2011, pp. 794 e 795.

<sup>28</sup> SILVA, J. C. da, Pacto Parassocial, Defesas Anti-OPA e OPA Concorrente, *in* Estudos de Direito Comercial (Pareceres), Coimbra: Almedina, 1999, p.238.

<sup>29</sup> A autoridade concorrência tem um prazo de trinta dias, para tomar uma decisão sobre esta notificação- lei 19/2012 art. 49.º-, pois esta pode denegar a operação de tomada de controlo, da qual possa resultar entraves significativos à concorrência efetiva no mercado nacional, conforme lei n.º 19/2012 de 8 de maio, art. 37.º. Poderá ainda, condicionar a realização da OPA, ao abrigo do art. 50.º da lei, pela imposição de condições e obrigações que procurem garantir o cumprimento de compromissos assumidos pelos autores da notificação com vista a assegurar a manutenção efetiva.

Após publicação do anúncio preliminar, caberá ao oferente preparar o prospeto, na forma dos arts. 138.º e 183.ºA do Cód. VM, assim como requerer o registo da oferta na CMVM. Requerimento que deverá ser instruído com os documentos mencionados nos arts. 115.º e 179.º do Cód.VM. De seguida, o oferente procederá à publicação do anúncio da OPA ao abrigo do disposto no art. 183.ºA.

A partir desse momento, a OPA será válida por período entre duas a dez semanas, podendo a todo o tempo a CMVM, por sua própria iniciativa ou a pedido do oferente, prorrogar o prazo da oferta, conforme consta no art. 183.º do Cód.VM<sup>30</sup>.

### III. A Administração da Sociedade na Pendência da OPA

Como já aludido *supra*, quando ameaçadas por uma OPA hostil, as sociedades podem decidir adotar medidas de defesa anti-OPA que obstem ao sucesso da oferta não solicitada. Contudo, revestindo a OPA a natureza de proposta contratual, dirigida diretamente aos acionistas da sociedade visada, não deverá a administração ter a possibilidade de frustrar a oferta, cabendo a última decisão sobre o destino da mesma aos acionistas<sup>31</sup>. Veja-se que, principalmente quando se trata de uma oferta considerada hostil, esta pode pôr em causa a continuidade em funções dos titulares do órgão de administração, originando um conflito de interesses.

Se não existisse na lei nenhuma limitação de poderes da administração da sociedade, os seus titulares, com o objetivo de se manterem na administração, tenderiam a realizar atos que votassem a OPA ao fracasso, ainda que tal fosse contra os interesses dos sócios<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> O facto é que muitas vezes o prazo decorrente desde a entrega do anúncio preliminar até ao registo da oferta pode ser muito mais alargado do que o período da oferta propriamente dito, devido à necessidade de obter consentimentos das entidades reguladoras competentes. *Ex. Vide*: Na OPA sobre a PT, a PTM e o BPI, a entrega dos anúncios preliminares ocorreu respetivamente em 6, 7 e 13 de fevereiro de 2006, mas o respetivo registo da oferta ocorreu somente a 12 de abril, nos dois primeiros casos e a 5 de abril no último; Cfr. GUINÉ, O. Vogler, *Da Conduta (Defensiva) da Administração "Opada"*, Coimbra: Almedina, 2009, pp. 17 a 19.

<sup>31</sup> Cfr. PEREIRA, J. Brito, *Ob. cit.*, p. 179; CÂMARA, Paulo, *Defensive adopted by the board: current European trends*, *Company Law Reform in OECD Countries- A Comparative Outlook of Current Trends* Stockholm, Sweden, 7-8 December, 2000, p. 5; GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, *Ob. cit.*, pp. 172 e 173.

<sup>32</sup> Cfr. CÂMARA, Paulo, *Defensive (...)*, *Ob. cit.*, p.3; FRAGOSO, Luís, *Ob. cit.*, p. 13.

O art. 182.º do Cód. VM vem evitar esta atuação da administração da sociedade, protegendo, assim, duas partes, dois interesses distintos: por um lado, o interesse do oferente, na medida em que não sejam levantados entraves à sua oferta e que, tanto quanto possível, a sociedade visada tenha no efetivo momento de aquisição as mesmas características e contornos que tinha à altura do lançamento da OPA, e, por outro lado, o interesse dos acionistas na eventual alienação das ações que detêm com o sucesso da OPA<sup>33</sup>.

Face a estas medidas, é possível distinguir dois tipos de respostas ou controlos legislativos. Nos EUA prevalece o contolo *ex-post*. Ou seja, consagra-se a possibilidade de revisão judicial de medidas de defesa adotadas pelos administradores. Assim sendo, os administradores têm liberdade de atuação e de defesa da sociedade contra OPA hostis, sendo que as medidas defensivas então adotadas poderão ser sujeitas a uma revisão judicial<sup>34</sup>.

Para além disso, reconhece-se que os administradores correm riscos empresariais e consagrou-se a chamada *business judgement rule*<sup>35</sup>. Esta regra restringe, significativamente, a responsabilidade dos administradores, retirando da competência dos tribunais a valoração do mérito das suas decisões. Contudo, com o aumento de litigância relacionada com as OPAs hostis, passou-se a limitar esta regra à *modified business judgement rule*<sup>36</sup>, pela qual se exige que os administradores demonstrem que, após investigação razoável e de boa-fé, entenderam existir perigo para a sociedade, caso não tivessem tomado um comportamento defensivo.

Em alternativa, o sistema inglês adotou o sistema consagrado no *City Code on Takeovers and Mergers* inglês, que serviu de inspiração à Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa às ofertas públicas de aquisição e ao Cód.VM português. Optou-se por uma proibição *ex-ante* de atos não autorizados pelos acionistas e que tenham em vista frustrar os objetivos da OPA.

<sup>33</sup> Cfr. PEREIRA, J. Brito, *Ob. cit.*, pp. 178-180; VENTURA, *Ofertas Públicas (...)*, *Ob. cit.*, pp. 201-202.

<sup>34</sup> Cfr. CÂMARA, Paulo, *Defensive (...)*, *Ob. cit.*, pp. 2 e 3; KENYON-SLADE, Stephen, *Mergers and takeovers in the US and UK: Law and Practice*, New York: Oxford University Press, 2004, p. 220.

<sup>35</sup> Cfr. KENYON-SLADE, Stephen, *Ob. cit.*, pp. 213, 222 a 225, que enuncia os elementos da *business judgement rule*. Nomeadamente, “the rule presumes (i) director independence; (ii) Disinterestedness on the part of the directors; good faith on the part of the directors; and (iv) due care.” *Vide*: NUNES, P. Caetano, *Corporate governance*, Coimbra: Coimbra Editora, 2005, p. 23.

<sup>36</sup> KIRCHNER, Christian/PAINTEER, R. W., *Takeover defenses under Delaware law, the proposed thirteenth EU Directive and the new German takeover law: Comparison and Recommendations for reform*, *The American Journal of Comparative Law*, 2002, p. 452; MACEDO, G. Veiga, *As Defesas Anti-OPA. Aspectos do Direito Norte-Americano, da Diretiva 2004/25/CE e do Direito Português*, in *Direito Privado e Direito Comunitário Alguns Ensaios* (obra coletiva), Lisboa, Âncora Editora, 2007, p. 27.

Portanto, o art. 182.º sob a influência do *City Code* britânico consagra o dever de neutralidade da administração da sociedade visada, limitando os seus poderes no decurso da OPA, que incida sobre mais de um terço dos valores mobiliários da respetiva categoria.

A **limitação objetiva** de poderes vai-se cingir aos “atos susceptíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de modo significativo os objetivos

anunciados pelo oferente”<sup>37</sup> - Art 182, n.º1, Cód VM-. Como refere Brito Pereira, existe uma infinidade de atos suscetíveis de produzir o mesmo efeito, pelo que este elenco é meramente exemplificativo<sup>38</sup>. Mais, um ato pode preencher o requisito de ser um ato suscetível de alterar de modo relevante a situação patrimonial e vice-versa. Têm de ser preenchidos cumulativamente. Caso contrário, não fará sentido proibi-lo<sup>39</sup>.

O dever de neutralidade não impede que o órgão de administração leve a adoção de medidas defensivas a deliberação em AG, licitamente convocada. Nem tampouco impede os administradores de recomendarem aos acionistas a aceitação da oferta. Pois tais condutas reconduzem-se a que os acionistas possam decidir livremente sobre a oferta em apreço<sup>40</sup>.

Relativamente ao âmbito **subjetivo** da limitação, esta dirige-se à sociedade que emitiu os valores mobiliários objeto da OPA, e mais precisamente ao seu órgão de administração. Deste modo, todos os administradores estão sujeitos ao dever de neutralidade.

Mas esta limitação estende-se às sociedades pertencentes ao mesmo grupo? Este problema encontra resposta no direito espanhol (pelo art. 28.º RD de OPAS), que estende a limitação dos poderes do órgão de administração da sociedade visada às sociedades do grupo em que se insira aquela. No entanto, no nosso Cód.VM não consta qualquer solução.

---

<sup>37</sup> “Que reestruturando o capital da sociedade visada, conseguem reforçar a posição do acionista controlador e aumentar o custo da OPA já que o oferente se verá obrigado a adquirir mais ações para conseguir uma posição de domínio”. Cfr. PEREIRA, J. Brito, *Ob. Cit.*, p.194, *Vide*: a1. a) do art. 14.º, RD 1197/ 1991, de 26 de julho.

<sup>38</sup> PEREIRA, J. Brito, *Ob. Cit.*, p. 194.

<sup>39</sup> Quanto à exigência de prejuízos causados *Vide*: GUINÉ, O. Vogler, *A transposição da Diretiva 2004/25/CE e a Limitação dos Poderes do Órgão de Administração da Sociedade Visada*, *CadMVM*, n.º 22, Dezembro de 2005, p. 33; PEREIRA, J. Brito, *Ob. Cit.*, p. 196;

<sup>40</sup> HOPT, K. J., *The duties of the directors of the targert company in hostile takeovers- German and European perspectives*, in FERRARINI, Guido; HOPT, K. J.; WYMEERSCH, Eddy, *Capital markets in the age of euro- cross-border transactions, listed companies regulation*, The Netherland: Kluwer Law International, 2002, p. 415.

Apenas depreende a maior parte da doutrina, que a sociedade não poderá fazer uso da sua influência noutras sociedades para indiretamente praticar atos que frustrem a OPA<sup>41</sup>.

A inibição dos poderes da sociedade visada está limitada, como veremos *supra*, com a distinção entre medidas de defesa preventivas e reativas, pois que o órgão de administração não está sujeito ao dever de neutralidade aquando da aplicação dessas medidas **preventivas**. Já quanto à adoção das medidas **reativas**, a administração está limitada, a menos que as medidas sejam adotadas pela AG. Ficam assim de fora desta

limitação as medidas defensivas adotadas em momento prévio ao lançamento concreto da oferta<sup>42</sup>.

O momento **a partir** do qual o órgão de administração está limitado dos seus poderes é quando este toma conhecimento da oferta com a receção do anúncio preliminar – arts. 175.º n.º1, 182.º, n.º 1 e n.º2 al. b do Cód.VM<sup>43</sup>-.

Portanto, da conjugação dos arts. 175º e 182º do Cód.VM resulta claro que o momento a partir do qual a sociedade visada fica inibida nos seus poderes é aquando da receção do anúncio preliminar, pois é com este anúncio que a sociedade visada toma conhecimento certo e seguro de que sobre ela será lançada uma oferta<sup>44</sup>.

No que respeita ao **fim** da inibição de poderes do órgão de administração, dispõe o art. 182.º Cód VM que a mesma se mantém até ao momento em que seja apurado o resultado da oferta ou até à cessação, em momento anterior do respetivo processo. Se os administradores em momento posterior ao sucesso da OPA e anterior à sua substituição em AG praticarem atos cuja intenção seja provocar danos aos interesses do oferente, a sua atuação não será aferida ao abrigo do disposto no art. 182.º Cód.VM, porque já não enquadráveis como medidas anti-OPA, mas sim em sede de responsabilidade para com a sociedade pelo incumprimento dos seus deveres gerais – arts. 64.º e 72.º do Cód. SC-<sup>45</sup>.

<sup>41</sup> Cfr. FRAGOSO, *Ob. Cit.*, p. 26.

<sup>42</sup> TAPIA HERMIDA, A. Javier, *Limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada y de las de su grupo*, Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS): Comentarios sistemático del RD 1.197/1991, Madrid: Centro de documentación bancaria y bursátil, 1993, p. 379.

<sup>43</sup> GARRIDO, J. M., *La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil*, in *Derecho de sociedades: libro homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*; Madrid: McGraw-Hill, Vol. 3., 2002, p. 499.

<sup>44</sup> Cfr. FRAGOSO, Luís, *Ob. cit.*, p. 20.

<sup>45</sup> O art. 64.º do Cód. SC. consagra os deveres fundamentais impostos aos gerentes ou administradores da sociedade. *Vide*: quanto a esta matéria, PEREIRA, J. Brito, *Ob. cit.*, p. 180. Relativamente à responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas, nos casos de operações de controlo, *Vide*: NUNES, P. Caetano, *Responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas*, Coimbra: Almedina, 2001, pp.85 a 89 e PEREIRA, J. Brito, *Ob. cit.*, p. 188.

A limitação dos poderes do órgão de administração da sociedade visada **não é absoluta**. O legislador optou por excetuar os atos que resultem do cumprimento de obrigações assumidas antes do conhecimento da oferta, os atos autorizados por deliberação de AG convocada especificamente para o efeito durante o prazo da oferta e os atos destinados à procura de oferentes concorrentes- Art. 182.º, n.º 3 Cód VM-<sup>46</sup>.

Em suma, nada impede os acionistas de adotarem medidas defensivas, mais ou menos gravosas, desde que tenham efetivo conhecimento das condições da oferta e de que estão a aprovar atos com o objetivo de frustrar a OPA.

---

<sup>46</sup> Cf. GARRIDO, J.M., *Ob. cit.*, p. 503.

## **CAPÍTULO II**

### **AS MEDIDAS DE DEFESA ANTI-OPA**

#### **I. Aspetos Gerais**

O objeto nuclear deste trabalho diz respeito a um importante aspeto do regime de ofertas públicas de aquisição, relativo à possibilidade de a administração da sociedade visada poder estabelecer ou lançar medidas defensivas em relação a uma OPA hostil.

Uma vez que estamos perante um domínio onde impera a liberdade dos investidores e a inventiva do mercado, por exemplo, nos EUA, juristas e economistas deram um enorme contributo para o desenvolvimento de táticas defensivas no âmbito de uma OPA, sendo inúmeras as estratégias existentes. Para esse efeito, analisar-se-ão as medidas de defesa mais frequentes.

Perante esta diversidade, um dos primeiros problemas com que somos confrontados é o da sua exposição e classificação. São múltiplas as classificações e critérios ordenadores subjacentes: entre eles, o critério operacional (relativo ao grau de eficácia das medidas defensivas), o critério subjetivo (que distingue entre medidas adotadas pelos acionistas em AG e medidas adotadas pela administração da sociedade visada, com ou sem necessidade de autorização da AG), o critério objetivo (que distingue entre medidas que afetam a estrutura política, medidas que afetam as ações e medidas que afetam o património social) e o critério funcional ou temporal (que diferencia as medidas consoante tenham sido adotadas antes ou depois do lançamento de uma OPA).

Mais adiante, aquando dessa exposição - *vide infra* Capítulo II, parte III-, tomaremos por base o critério temporal ou funcional<sup>47</sup>, dividindo as medidas anti-OPA em medidas preventivas e medidas reativas.

---

<sup>47</sup> Cfr. CORDEIRO, A. M., *Da tomada de sociedades (...)*, *Ob. cit.*, pp. 761-777; GARCIA, A. Teixeira, *Ob.cit.*, pp. 268 e ss.; LEITÃO, Luís M. T. de Menezes, *As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil*, in AA.VV., Vol. VII, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, pp. 61-76; VAZ, J. Cunha, *A OPA e o Controlo Societário: A Regra da Não Frustração*, Coimbra: Almedina, 2013, pp. 141 e ss. Na doutrina norte-americana, *Vide*: KIRCHNER, Christian/ PAINTER, R. W., *Ob. cit.*, pp. 451 a 476.

## II. Tipologias: Os Critérios Ordenadores

As medidas defensivas são suscetíveis de serem divididas em diversos critérios ordenadores que nos auxiliam na tarefa de sistematização.

Desde logo, convém referir que tais critérios não são completamente estanques, mas antes permeáveis, uma vez que existem medidas que, embora se enquadrem primeiramente numa determinada categoria, podem também ser inseridas noutra. Acrescente-se ainda que, existindo inúmeras medidas de defesa, estas dificilmente serão suficientes por si só, daí que, conjugadas entre si, haja uma maior hipótese de sucesso.

## A. Critério Operacional

Trata-se de um critério que reside essencialmente numa base de **eficácia** das medidas. Nomeadamente, para alguns autores franceses<sup>48</sup>, as medidas anti-OPA serão mais eficazes quando existe uma maior combinação de medidas que melhor se adaptam à estrutura acionista em causa. Ou seja, não basta a conjugação de medidas defensivas em abstrato, é necessário que haja uma adequação à sociedade que as aplica, em concreto.

Por esse motivo, e uma vez que se atende à composição da estrutura acionista, adotam-se as medidas em função do grau de dispersão ou concentração do capital social da sociedade.

No entanto, grande parte das medidas são susceptíveis de aplicação independentemente da estrutura das sociedades, pelo que se trata de um critério ordenador que perde a sua relevância prática.

## B. Critério Subjetivo

É possível distinguir ao abrigo deste critério entre medidas adotadas pelos acionistas em AG e medidas tomadas pelo órgão de administração com ou sem a

---

<sup>48</sup> PERRIER, Arnaud; SCACCHI, Raphaëlle, *Les stratégies anti-OPA*, Paris: Economica, 1995, pp. 6, 37 a 48 e 101. necessidade de autorização da AG. Ou seja, diferenciam-se as medidas consoante o **sujeito** que as aplica. Relativamente à adoção de medidas adotadas pelos acionistas em AG, não há controvérsia, já que a estes cabe a decisão final sobre o destino da oferta. No entanto, a dúvida reside em saber se a administração tem legitimidade para adotar medidas com vista a frustrar a OPA.

Segundo Orlando Guiné<sup>49</sup>, “o tipo de casos que mais se tem em consideração tem sido a adoção de medidas pela administração da sociedade visada com o escopo primário de impedir ou dificultar o sucesso de uma OPA”.

De facto, em face de uma oferta, os administradores veem-se confrontados com um conflito de interesses. De um lado, há os interesses da sociedade e os dos seus acionistas e, do outro lado, os seus próprios interesses<sup>50</sup>.

## C. Critério Objetivo

À partida, quando se fala em medidas defensivas, fala-se numa vertente objetiva, independentemente do escopo prosseguido<sup>51</sup>. Como tal, em função do **objeto** da medida adotada, podemos distinguir três grupos de medidas de defesa: medidas que afetam a estrutura política; medidas que afetam as ações; medidas que afetam o património social.

O primeiro grupo respeita a medidas que afetam o exercício dos direitos societários e que podem alterar o capital social da sociedade, por exemplo, através das *poison pills*, utilizadas pela sociedade alvo com o objetivo de tornar o *stock* menos atrativo para o adquirente.

Num segundo grupo, as medidas afetam as ações da sociedade oferente e da sociedade alvo, designadamente através de operações de compra e venda de ações.

Por fim, o terceiro grupo respeita a operações que pretendem tornar a sociedade visada menos atrativa, tal como no primeiro grupo, mas que afetam neste caso o património social, nomeadamente pela venda dos seus ativos.

---

<sup>49</sup> GUINÉ, O. Vogler, *Ob. cit.*, p. 23.

<sup>50</sup> ESTEVAN DE QUESADA, Carmen, *Tomas de control y medidas defensivas- la compra de acciones propias como defensa*, Navarra: Arazandi Editorial, 2002, pp. 121 e ss.; CORDEIRO, A. M., *Da tomada (...)*, *Ob. cit.*, p. 767.

<sup>51</sup> GUINÉ, O. Vogler, *Ob. cit.*, p. 23.

## D. Critério Funcional ou Temporal

De acordo com a função das medidas adotadas, podemos distinguir entre medidas de defesa preventivas ou reativas<sup>52</sup>.

Dizem-se **preventivas** as medidas que foram adotadas antes de ter sido lançada a OPA, com o objetivo de prevenir, dissuadindo possíveis oferentes de levarem a cabo a oferta. Dizem-se **reativas** aquelas cuja função é reagir contra uma OPA já lançada, sendo pois adotadas após esta.

Este critério coincide com o critério temporal, em função do momento em que as medidas são adotadas, tendo por referência o lançamento da oferta. Ambos os critérios distinguem entre medidas preventivas e reativas. Portanto, podemos distinguir entre medidas de defesa preventivas, ou prévias, e medidas reativas<sup>53</sup>.

As medidas defensivas **preventivas** são adotadas mesmo antes de se ter conhecimento da possibilidade do lançamento de uma OPA, com o objetivo de criar

obstáculos a qualquer potencial oferta. As medidas defensivas **reativas** são adotadas durante a OPA, entre o momento do seu lançamento ou do seu conhecimento por parte do órgão de administração e a sua conclusão. Claro está, como já mencionado *supra*, no decurso de uma OPA, as hipóteses de defesa admissíveis são mais reduzidas face ao dever de neutralidade do órgão de administração. Por isso, salvo algumas reservas, no decurso da OPA, a adoção de medidas defensivas é da exclusiva competência da AG.

Assim, “caso a aquisição ou alienação da rede de distribuição ou emissão de ações ou obrigações seja executada antes do lançamento de uma OPA, temos um claro exemplo de uma medida defensiva **prévia**. Caso a decisão e a execução tenham tido lugar após o lançamento da mesma, temos um evidente exemplo de uma medida defensiva **subsequente**. Caso o negócio de aquisição ou alienação da rede de distribuição tenha tido lugar antes do lançamento de uma OPA, mas sujeito à condição suspensiva do lançamento de uma OPA sobre a alienante ou adquirente, trata-se de uma medida defensiva **diferida**”<sup>54</sup>.

---

<sup>52</sup> Vide: GAUGHAN, P. A., *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, 3ª Edição, New York: John Wiley & Sons, 2000, p. 167; KENYON-SLADE, Stephen, *Ob. cit.*, p. 312.

<sup>53</sup> Existem também medidas **diferidas** que, não obstante serem adotadas em momento anterior ao lançamento da oferta pública de aquisição, os seus efeitos produzem-se somente com ao seu lançamento.

<sup>54</sup> GUINÉ, O. Vogler, *Ob. cit.*, p. 27.

## I. Medidas de Defesa Preventivas

Sendo múltiplas as medidas preventivas, a doutrina costuma agrupá-las ou dividi-las em quatro categorias ou tipos fundamentais: As medidas organizatórias; As limitações ao direito de voto; Os esquemas financeiros; O controlo sobre as ações<sup>55</sup>.

### A. Medidas Organizatórias

As medidas defensivas organizatórias estabelecem uma estrutura organizativa na sociedade alvo que a tornam pouco vulnerável a mudanças de acionistas.

#### 1. Cláusulas Estatutárias Atinentes ao Órgão de Administração

Uma das medidas anti-OPA consiste na inclusão nos estatutos de regras que perpetuem ou dificultem a destituição dos administradores na sequência de uma OPA. Uma dessas formas consiste na cláusula estatutária de designação parcelada do Conselho de Administração, equivalente à figura do *staggered board* existente nos EUA, que tem como objetivo impedir a substituição total e simultânea dos membros do Conselho de Administração<sup>56</sup>.

Trata-se de uma medida que prevê, nos estatutos, regras que estabelecem a existência de diversos grupos de administradores no conselho de administração, elegíveis em momentos diversos, para que este se renove por frações num sistema de rotação. Segundo a terminologia de Menezes Cordeiro, podemos falar de “staffização” da administração. Ou seja, a administração funcionará como um *staff* que apenas poderá ser substituído por frações. Por exemplo, um conselho de administração com cinco membros só se pode substituir um administrador por ano.

Assim, o oferente, apesar de ser acionista maioritário, só no terceiro ano é que conseguiria obter no Conselho de Administração uma maioria de administradores que tivesse elegido. Deste modo, apenas poderá ser eleito um elemento em cada ano, impedindo-se a imediata substituição dos titulares do órgão de administração.

<sup>55</sup> CORDEIRO, A. M., *Da tomada (...)*, *Ob. Cit.*, pp. 773 e ss. Classificação também desenvolvida por LEITÃO, Luís M. T. de Menezes, *As medidas (...)*, *Ob. cit.*, pp. 61 e ss. e por VAZ, J. Cunha, *A OPA e o Controlo (...)*, *Ob. Cit.* p. 144.

<sup>56</sup> MACEDO, G. Veiga de, *Ob. cit.*, p. 290.

Logo, o oferente que consiga obter capital social suficiente para nomear administradores vai necessitar de mais tempo do que à partida seria esperado para obter maioria na administração. Assim, para além deste efeito dissuasor, esta medida poderá aumentar a dificuldade em obter financiamento para levar a cabo a OPA. Bem como permite auxiliar na manutenção da estabilidade da administração e na possibilidade de continuidade das opções tomadas pelo órgão de administração por longo prazo<sup>57</sup>.

Não obstante, consoante se verifica na prática, após a aquisição da maioria de controlo por um oferente hostil, os administradores que se manifestaram contra a OPA renunciam aos seus postos. Sendo que no nosso ordenamento jurídico não dispõe a lei-art. 390.º Cód. SC- a consagração de um **conselho escalonado**. Contudo, desde que respeitadas as normas legais quanto à designação dos membros do órgão de administração e sua livre destituição, nada parece impedir que o contrato preveja que o conselho de administração da sociedade se renove por frações<sup>58</sup>.

## 2. Cláusulas Estatutárias Atinentes aos Quóruns Deliberativos

Como o próprio nome indica, trata-se da **repartição dos lugares nos órgãos sociais** pelos acionistas a partir de certo limite. Por exemplo, só com 100% do capital social se pode fazer integral substituição dos titulares desses órgãos.

Estas cláusulas permitem eternizar os acionistas minoritários em alguns órgãos de tal forma que só através de OPA que adquiram 100% do capital social se consegue o efetivo controlo da sociedade visada<sup>59</sup>.

---

<sup>57</sup> Cfr. CORDEIRO, A. M., *Da Tomada (...)*, p. 773; CORDEIRO, A. M., *A OPA estatutária (...)*, p. 136; ESTEVAN DE QUESADA, Carmen, *Ob. cit.*, p. 153; RUBACK, R. S., *An overview of takeover defenses*, in *Mergers and Acquisitions*, edited by A. J. Auerback. Chicago: University of Chicago Press, 1988, p. 56 e 57; GAUGHAN, P. A., *Ob. cit.*, pp. 181 a 184; KENYON-SLADE, Stephen, *Ob. cit.* p. 319; MARCELO, P. Lopes, *A Blindagem da Empresa Plurissocietária*, Coimbra: Almedina, 2003, p.78.

<sup>58</sup> Segundo MACEDO, G. Veiga de, *Ob. cit.*, p. 290, “Este tipo de medidas não é, porém, válido no Direito Societário português. O princípio da livre destituição dos administradores (previsto no n.º 1 do art. 403.º do Cód. SC) torna inválida a cláusula estatutária de designação parcial e escalonada do conselho de administração. Por outro lado, o mandato do Conselho de Administração e, conseqüentemente, dos administradores não pode ter diferente início e/ou termo. Mais, segundo o art. 403.º, n.º 1 do Cód. SC, os administradores podem ser destituídos sem justa causa. Logo, ao abrigo do art. 403.º, o acionista maioritário poderia destituir sem justa causa os administradores desde que verificados os restantes requisitos legais. Com efeito, esta medida só seria verdadeiramente eficaz se a destituição se desse apenas por força da substituição ou eleição no termo do mandato de cada administrador (...).”

<sup>59</sup> Cfr. CORDEIRO, A. M., *Da tomada (...)*, *Ob. cit.*, p. 773.

Deste modo, é possível inserir nos estatutos cláusulas que afetam a possibilidade de novos acionistas levarem a cabo operações de reestruturação societária, de forma a dissuadir eventuais adquirentes de, nomeadamente, realizar fusões por meio da OPA, ou até mesmo de liquidar ou dissolver a sociedade<sup>60</sup>.

Enquadra-se, neste contexto, as denominadas *supermajority voting requirements*<sup>61</sup>, cláusulas que exigem maiorias qualificadas – *Vide: infra* ponto 3, Grupo B, referente às limitações do direito de voto - para a aprovação de determinadas operações de reestruturação societária, realizadas por *interested persons*, adquirentes. Desta forma, o potencial adquirente terá de conseguir uma percentagem de ações muito elevada para obter o controlo da sociedade e contornar as exigências de maioria qualificada.

### B. Limitações do Direito de Voto

Outras formas de defesa preventiva contra OPAs hostis consistem nas limitações ao direito de voto.

## 1. Ações Preferenciais sem Direito de Voto

Na verdade, um dos grandes problemas das sociedades é o financiamento do seu investimento sem privação da posição de controlo. Deste modo, o Cód. SC permite a emissão de títulos desprovidos de direito de voto. Falamos das ações preferenciais sem direito de voto<sup>62</sup>.

As ações preferenciais sem direito de voto estão reguladas nos arts. 341º a 344º do Cód. SC, e dizem respeito a **ações destituídas de direito de voto, mas que conferem ao seu titular um direito especial**, nomeadamente, um dividendo prioritário e o direito a um reembolso prioritário do seu valor nominal na liquidação da sociedade<sup>63</sup>.

---

<sup>60</sup> Cfr. ESTEVAN DE QUESADA, Carmen, *Ob. Cit.*, p. 162; GAUGHAN, P. A., *Ob. cit.*, pp. 184-186.

<sup>61</sup> RUBACK, R. S., *Ob. cit.*, p. 57; KENYON-SLADE, Stephen, *Ob. cit.*, pp. 316-318.

<sup>62</sup> *Vide*: VENTURA, Raúl, *Ofertas Públicas de Aquisição (...)*, *Ob. cit.*, pp. 411-470; CORDEIRO, A. M., *Acções preferenciais sem voto*, in ROA, Ano 60, 2000, pp.1001- 1056.;

<sup>63</sup> Sobre o dividendo prioritário, *Vide*: OLAVO, Carlos, *O dividendo prioritário nas acções preferenciais sem voto*, O Direito, Lisboa, 3-4 Julho-Dezembro, 1995, pp. 369 e ss.

A relevância deste tipo de ações como medida defensiva está em permitirem o recurso ao financiamento sem que por tal facto decorra uma alteração na estrutura acionista de controlo da sociedade visada. Visto que “a emissão de ações preferenciais sem voto permite ao grupo de controlo obter meios necessários de financiamento da sociedade (...), as ações preferenciais sem voto permitem afastar o aspeto de que, quando é lançada uma OPA, o grupo de controlo fique à mercê da decisão de uma massa flutuante de pequenos acionistas”<sup>64</sup>.

Com o recurso a este mecanismo, o destino da sociedade não estará dependente da vontade dos pequenos acionistas investidores, que pretendem apenas maximizar o seu investimento. Este mecanismo acaba por funcionar como um mecanismo preferencial de concentração de poder, que impossibilita a modificação da posição de controlo da sociedade, e, como tal, consubstancia uma medida de defesa preventiva contra potenciais OPAs.

No entanto, uma variante de que se fala noutros países (*spring voting right*), e que consiste em atribuir a estas ações direito de voto no caso de alteração por OPA do

domínio da sociedade, não é legal no direito português, ao contrário do que sucede no direito norte-americano<sup>65</sup>.

## 2. Limites de Voto ou *Voting Caps*

As limitações ao direito de voto podem ser consagradas em *voting caps*, ou seja, através da limitação do número máximo de votos que cada acionista pode usar em AG, independentemente da sua participação social<sup>66</sup>.

Consiste na existência de uma cláusula estatutária que **limita o número de votos que cada acionista pode exercer** em AG, de forma a evitar que qualquer um possa exercer mais do que uma determinada percentagem dos direitos de voto da sociedade<sup>67</sup>.

<sup>64</sup> GARCIA, A. Teixeira, *Ob. cit.*, p. 291.

<sup>65</sup> VENTURA, Raúl, *Estudos Vários (...)*, *Ob. cit.*, p. 313.

<sup>66</sup> VAZ, J. Cunha, *A OPA e o Controlo (...)*, *Ob. Cit.*, p. 144.

<sup>67</sup> Cf. ESTEVAN DE QUESADA, Carmen, *Ob. cit.*, p. 160; VENTURA, Raúl, *Ofertas Públicas de Aquisição (...)*, *Ob. cit.*, pp. 243 e 244; LEE, W. L.; CARREAU, Dominique, *Les moyens de défense à l'encontre des offres publiques d'achat inamicales en France*, Recueil Dalloz Sirey: Chronique. 3, 1988, p. 18; A título de exemplo, veja-se o art. 13.º dos estatutos da Portugal Telecom, SGPS, S.A de 2006, segundo os quais não serão contados votos emitidos por um acionista titular de ações ordinárias, por si ou através de representante, em nome próprio ou como representante de outro acionista que excedam dez por cento da totalidade dos votos correspondentes ao capital social (n.º7), limitação esta que era aplicável a todas as deliberações, mesmo nas que exigiam maioria qualificada (n.º9).

Esta limitação ao direito de voto vem consagrada na al. b) do n.º 2 do art. 384.º do Cód.SC e dispõe expressamente que o contrato de sociedade pode estabelecer que não sejam contados votos acima de um certo número, quando emitidos por um só acionista, em nome próprio ou também como representante de outro.

Assim, por exemplo, “se ninguém puder dispor de mais de 10% dos votos em AG, um takeover exigirá a compra de mais de 90% das ações com direito de voto: só assim o adquirente, com os seus (bloqueados) 10% dos votos, deterá a maioria. Tal esquema, muito usado na Alemanha, pressupõe que não haja grupos dominantes com um número de votos superior ao limite que se pretenda estabelecer: o titular de 30%-isolado ou em grupo- não vai votar a limitação dos seus votos a 10%. Há delicadas soluções de compatibilização entre os dois interesses contrapostos”<sup>68</sup>.

A sua inclusão nos estatutos pode desincentivar o lançamento da OPA<sup>69</sup>, na medida em que tornará irrelevante para efeitos de votação a aquisição de ações acima de um certo patamar<sup>70</sup>. Assim sendo, o oferente terá de se aliar com outros acionistas ou terceiros, de modo a alcançar o almejado controlo.

Convém, porém, ressaltar que a limitação não pode impedir que os acionistas considerados amigáveis atuem, bem como paralisar a tomada de decisões da AG. Daí que a blindagem dos estatutos, enquanto forma de limitação do exercício do direito de voto, tem merecido especial atenção por parte do legislador, nacional e europeu, e da própria CMVM, os quais defendem o princípio uma ação/um voto. Terá esta limitação de respeitar sempre o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, conforme estabelece o art. 384.º, n.º3 do Cód. SC, embora a lei não impeça que a limitação ao exercício do direito de voto se aplique às ações ou certas categorias de ações.

---

<sup>68</sup> CORDEIRO, A. M., *Da tomada (...)*, *Ob. cit.*, p.774; MARCELO, P. Lopes, *Ob. cit.*, pp. 66 e 67.

<sup>69</sup> MARTINS, A. Soveral, *Valores Mobiliários (...)*, *Ob. cit.*, p.64; GARCIA, A. Teixeira, *Ob. cit.* pp. 293 e 294;

<sup>70</sup> Veja-se este caso no panorama português. O Banco Central Europeu pretendeu resolver o problema da exposição do BPI a Angola. Para isso o Caixabank, principal acionista do BPI, com 44,10% do capital social teria de adquirir as ações da segunda maior acionista, Santoro (18,58%). Contudo, os dois maiores accionistas nunca chegaram a acordo sobre a forma como conseguiu-lo. E o acordo entre os dois seria essencial dado que, os estatutos do banco sob o comando de Fernando Ulrich estão blindados: nenhum accionista pode votar por mais de 20% dos direitos de voto.

### 3. Reforço do Quórum e Exigência de Maioria Qualificada

Antes de mais, é desde logo possível fixar-se um quórum elevado para alterar os estatutos, como refere Menezes Cordeiro<sup>71</sup>, com o objetivo de dificultar futuros *takeovers*. O reforço das condições de quórum funcionará como medida preventiva contra uma OPA, ao exigir que o oferente adquira um número maior de títulos, de forma a assegurar o quórum necessário para a assembleia geral poder deliberar validamente, no caso dos acionistas minoritários impossibilitarem as reuniões.

O **reforço do quórum** necessário para que a AG possa validamente reunir e deliberar, apenas é admitido quanto ao funcionamento da AG em primeira convocatória- Art 383º, n.º 3, *à contrário*, do Cód.SCS-, sob pena de se cair na política de *chaise vide* ou cadeira vazia, pelo que a sua eficácia é praticamente nula<sup>72</sup>.

Adicionalmente, podem os estatutos estabelecer **maiorias qualificadas** para deliberações do conselho de administração, designadamente para a deliberação de aumentos de capital, projetos de dissolução, liquidação, aquisição de participações

noutras sociedades. Portanto, é possível fixar-se nos estatutos da sociedade alvo uma cláusula que exija uma maioria agravada para a deliberação de determinadas matérias, de maior relevo da sociedade. Ou seja, pode requerer-se uma maioria de  $\frac{2}{3}$  ou  $\frac{3}{4}$  dos votos expressos em AG reunida em primeira convocação<sup>73</sup>.

Pode também prever-se estatutariamente a exigência de que os administradores apenas podem ser destituídos por votação de maioria qualificada dos acionistas ou dos próprios administradores. Nesses casos, obriga-se o oferente, que pretende obter o controlo da sociedade, à aquisição de uma percentagem de capital social mais elevada, o que onera a OPA<sup>74</sup>. Este reforço de maioria deliberativa em AG não encontra quaisquer entraves na nossa lei, nomeadamente nos arts. 386.º e 403.º n.º2 do Cód. SC, contanto que se salvaguardem as regras especiais constantes no artigo referido em último lugar. Tal medida permite a estabilização do órgão de administração, em nada colidindo com o princípio da livre destituição dos administradores<sup>75</sup>.

<sup>71</sup> CORDEIRO, A. M., *Da tomada (...)*, *Ob. cit.*, p. 773.

<sup>72</sup> *Cfr.* LEE, W. L.; CARREAU, *Ob. cit.*, p.17.

<sup>73</sup> Por exemplo, requerer-se uma maioria de dois terços ou três quartos dos votos expressos em AG reunida em primeira convocação. As matérias que podem ser objeto deste tipo de medidas são nomeadamente, a designação dos titulares dos órgãos sociais, a distribuição de lucros, de bens e de reservas, emissão de ações preferenciais sem voto ou a aquisição de ações próprias. *Cfr.* MACEDO, G. Veiga, *Ob. cit.*, p.286.

<sup>74</sup> *Cfr.* ESTEVAN DE QUESADA, Carmen, *Ob. cit.* p. 156.

<sup>75</sup> MARCELO, P. Lopes, *Ob. cit.*, p. 77.

Na verdade, a possibilidade de se exigir no pacto social maioria qualificada para a destituição dos administradores é admitida pelo nosso legislador, já que, apesar de afirmar o princípio da livre destituição a todo o tempo dos administradores pela AG-403º/1 Cod. SC-, não estabelece qualquer proibição quanto à fixação de maioria qualificada para o efeito- 386º/1 Cód.SC-. Assim como a estipulação nos estatutos de uma maioria qualificada para a eleição dos administradores é admitida pelo n.º 2 do art. 391.º do Cód. SC<sup>76</sup>.

A utilização de qualquer uma destas possibilidades poderá servir para dificultar ao oferente a designação dos seus administradores, e nessa medida funcionará como uma medida preventiva.

## **C. Medidas Financeiras**

Conforme Menezes Cordeiro, estes esquemas consistem na adoção de medidas que tornam pouco atraente o investimento de potenciais tomadores.

## 1. “Paraquedas Dourados” ou *Golden Parachutes*

Trata-se de uma medida preventiva muito utilizada, sobretudo nos países anglo-saxónicos e em alguns países da União Europeia.

Consiste num contrato celebrado entre uma sociedade e os seus administradores, em virtude do qual estes terão direito a **elevadas compensações pecuniárias** ou indemnizações em certas circunstâncias, como, por exemplo e em consonância com o tema deste trabalho, a OPA. De referir que o direito ao pagamento da compensação opera com a destituição do cargo de administrador antes do termo do mandato e sem justa causa em virtude da mudança de controlo da sociedade<sup>77</sup>.

Portanto, a previsão destas cláusulas de rescisão, que fixam valores altíssimos de indemnização<sup>78</sup>

---

<sup>76</sup> VENTURA, Raúl, *Estudos Vários (...)*, Ob. Cit. p. 518.

<sup>77</sup> GARCIA, A. Teixeira, *Ob. cit.*, p.297; GAUGHAN, P. A., *Ob. Cit.*, 193. A propósito das golden parachutes no ordenamento jurídico francês *Vide*: PERRIER, Arnaud; SCACCHI, Raphaëlle, *Ob. cit.*, pp. 95 e 96; MARTINS, A. Soveral, *Valores Mobiliários (...)*, *Ob. cit.*, p. 65.

<sup>78</sup> Veja-se o caso muito falado em 2006 da Disney, em que o chief-executive officer foi destituído contra uma compensação de aproximadamente \$140.000.000. *Vide*: GUINÉ, O. Vogler, *Ob. cit.*, p. 31.

para administradores ou outros quadros superiores, visa criar dificuldades para sociedade, designadamente financeiras e, como tal, tem um efeito dissuasor de eventuais OPAs hostis.

A doutrina é pacífica quanto ao valor diminuto desta medida preventiva, dado que as compensações a pagar aos administradores são pouco dissuasivas face aos elevados montantes em jogo quando se trata de uma OPA. Pois que, quanto maior for o valor a conceder a título de compensações, mais eficaz será a medida. No entanto, importa referir que algumas cláusulas são excessivas e preveem indemnizações de magnitude elevada, o que conduz à sua denominação como *golden handcuffs* ou algemas douradas. Ultrapassando-se a função compensatória, constante no art. 403.º, n.º 5 do Cód. SC, o princípio da livre destituição dos administradores pelos acionistas reunidos em AG é posto em causa – 403.º n.º1 do Cód. SC-<sup>79</sup>.

Raúl Ventura questiona a legalidade destas compensações por cessão de funções. Teixeira Garcia, por sua vez, admite tais indemnizações desde que os valores fixados correspondam à “justa compensação pela perda da função e não a impossibilidade

prática de a AG poder destituir os seus administradores, a todo o tempo” (destituição *ad nutum*)<sup>80</sup>. Deste modo, é razoável a possibilidade de os administradores receberem a compensação adequada, pois que a todo o tempo e sem justa causa poderão ser destituídos pela AG. Mas essa compensação terá de ser estabelecida para qualquer caso de destituição sem justa causa “e não, exclusivamente, para a destituição como consequência da oferta pública de aquisição”<sup>81</sup>.

Importa por fim referir que as sociedades devem ter em atenção o constante nas Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades, emitidas em 2013, relativamente a esta questão. Consta o seguinte: “Não devem ser adotadas medidas que tenham por efeito exigir pagamentos ou a assunção de encargos pela sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração e que se afigurem suscetíveis de prejudicar a livre transmissibilidade das ações e a livre apreciação pelos acionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração”<sup>82</sup>.

---

<sup>79</sup> GARCIA, A. Teixeira, *Ob. cit.*, nota 679, p.297; No mesmo sentido, *Vide*: MARCELO, P. Lopes, *Ob. cit.*, pp. 81 e 82.

<sup>80</sup> VENTURA, Raúl, *Ofertas Públicas de Aquisição (...)*, *Ob. cit.*, p.315; GARCIA, A. Teixeira, *Ob. cit.*, p. 297.

<sup>81</sup> GARCIA, A. Teixeira, *Ob. cit.*, p. 297.

<sup>82</sup> MACEDO, G. Veiga, *Ob. cit.*, pp. 290 e 291.

Concluindo, conquanto sejam respeitados os princípios da razoabilidade e da livre destituição dos administradores, nada parece impedir a adoção desta medida preventiva anti-OPA.

## 2. Protelamento do Direito ao Dividendo

Este esquema financeiro consiste em determinar que o **direito ao dividendo só seja atribuído após um determinado período de permanência das ações na titularidade do acionista** (por exemplo: dois ou três anos). Ou seja, conduz a que a aquisição já não seja vista como uma forma de obter lucros rápidos no lançamento da oferta<sup>83</sup>.

Paulo Olavo Cunha admite que, por deliberação da AG aprovada por maioria de  $\frac{3}{4}$  dos votos correspondentes ao capital social, se possa reduzir pontualmente a percentagem de dividendos a distribuir, ou mesmo não distribuir dividendos de todo<sup>84</sup>. Entende que as cláusulas estatutárias podem regular esta matéria apenas em dois sentidos: fixar uma percentagem superior de lucro do exercício distribuível a partilhar

entre os accionistas e prever que a derrogação possa ser deliberada, mas apenas relativamente a níveis superiores a metade dos lucros de exercício distribuíveis, por uma maioria inferior à legalmente prevista<sup>85</sup>.

Em conformidade, não devem ser admitidas limitações convencionais a este direito, devendo garantir-se aos accionistas o “direito a receber uma certa parte do lucro do exercício distribuível”. Em suma, o art. 294.º do Cód. SC, norma supletiva, corresponde a um “mínimo legalmente admissível”<sup>86</sup>.

Em sentido contrário, Pedro Pais de Vasconcelos afirma que, por estarem em causa apenas as relações privadas entre os sócios, e não o interesse público, interesses de terceiros ou considerações de ordem pública, os sócios têm total liberdade para estipular o regime da distribuição de dividendos.

<sup>83</sup> Cfr. CORDEIRO, A. M., *Da tomada (...), Ob. cit.*, p. 774.

<sup>84</sup> CUNHA, P. Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 4.ª edição, Coimbra: Almedina, 2010, pp. 266 e ss. O Autor nota que esta deliberação deverá ter em conta “os princípios estruturantes do sistema e, nomeadamente, o interesse social”.

<sup>85</sup> Este Autor considera, contudo, já não ser admissível, por violar o interesse social, agravar contratualmente a maioria qualificada prevista na lei, fixando-a em três quintos ou na unanimidade, para afastar pontualmente o direito aos lucros de exercício. *Vide*: CUNHA, P. Olavo, *Ob. cit.*, p. 268.

<sup>86</sup> O Autor admite, todavia, limitações a este direito que decorram, indirectamente, e em concreto, do contrato de sociedade, por ex. as resultantes de acções privilegiadas com direitos patrimoniais acrescidos tituladas por outros accionistas.

No entanto, haverá que analisar caso a caso a pertinência da retenção dos lucros pela sociedade, na medida em que uma retenção de lucros, embora estatutariamente permitida, pode provar-se desnecessária ou supérflua, ou mesmo visar prejudicar os sócios minoritários<sup>87</sup>.

A este propósito, Paulo Tarso Domingues sustenta que a competência dos sócios relativamente à distribuição dos lucros é balizada pelo instituto do abuso de direito. Segundo este Autor, “quando a deliberação sobre a retenção de lucros não seja justificada pelo interesse social, nomeadamente pelas necessidades de auto-financiamento da sociedade, e dela resultar um prejuízo para os sócios minoritários – que estiveram contra a maioria que aprovou a deliberação – ou para a sociedade, aquela deliberação será abusiva e, nessa medida, anulável”<sup>88</sup>.

## **D. O Controlo Sobre as Ações**

### **1. “Pílulas Envenenadas” ou *Poison Pills***

As *Poison Pills* tiveram a sua origem nos EUA em meados dos anos 80, sempre encaradas por autores norte-americanos como uma das mais fortes e eficazes medidas defensivas<sup>89</sup>.

No âmbito de uma OPA, as *poison pills* atribuem aos acionistas da sociedade visada **especiais direitos de aquisição de ações**. Permitem, desta forma, potenciar o poder de negociação da sociedade alvo, pois proporcionam uma estruturação da defesa contra OPAs inadequadas ou perigosas e podem, por isso, ainda ser adotadas pela administração da sociedade sem necessidade de voto dos acionistas, cabendo, por regra, unicamente à administração a sua alteração ou resgate<sup>90</sup>.

---

<sup>87</sup> O Autor chama à colação o caso Bóia & Irmão, Lda., em que a liberdade de deliberação sobre a retenção de lucros foi posta em causa pela invocação de abuso de direito. Neste caso, a retenção já se prolongava há muitos anos e a sociedade não precisava dela, além que deixava um sócio minoritário completamente privado da sua participação no lucro da sociedade, enquanto os sócios maioritários se atribuíam parte dos resultados a título de remunerações e gratificações de gerência. Cfr. VASCONCELOS, P. Pais de, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.<sup>a</sup> Edição, Coimbra: Almedina, 2006, p. 99.

<sup>88</sup> DOMINGUES, P. Tarso, *Variações sobre o Capital Social*, Coimbra: Almedina, 2009, pp. 270 e ss.

<sup>89</sup> KENYON-SLADE, Stephen, *Ob. Cit.*, pp. 333 e 334.

<sup>90</sup> LEITÃO, Luís M. T. de Menezes, *Ob. cit.*, p.63.

São diversos os tipos de pílulas envenenadas existentes, mas a sua característica comum reside no facto de os direitos daí decorrentes não terem qualquer valor económico.

As *poison pills* podem então dividir-se em duas modalidades: *Flip-in* e *flop-over*.

Na modalidade *flip-in*, a sociedade visada permite aos acionistas, com exclusão do oferente, a aquisição das suas ações por um preço inferior ao valor do mercado do capital, no caso de o oferente conseguir adquirir um determinado número de ações<sup>91</sup>. Na modalidade *flip-over*, a sociedade visada concede aos seus acionistas o direito de adquirir ações do próprio oferente a um preço mais reduzido após a aquisição, no caso de o oferente conseguir obter uma determinada percentagem da sociedade<sup>92</sup>. Procura-se, desta forma, transferir o controlo do oferente para os acionistas.

Existem diversos tipos de pílulas envenenadas, nomeadamente, *convertible preferred stock plan* ou ações preferenciais convertíveis, *warrant dividend plan share* ou ações com warrant e *note purchase rights plan*.

As ações preferenciais convertíveis consistem na atribuição a cada acionista da sociedade visada de um dividendo na forma de ações preferenciais, com condições

especiais de conversão e recompra obrigatória. Ao serem convertíveis em sede de OPA, esta tornar-se-ia mais onerosa.

Já as ações com warrant<sup>93</sup> atribuem um warrant por cada ação ordinária que confere o direito à subscrição de uma ação ordinária ou de uma ação ou fração de ação preferencial. Para que os seus titulares possam exercer os seus direitos e para fazer face à OPA, terá que se realizar um aumento de capital da sociedade visada. Realizado esse aumento e exercidos esses direitos de subscrição, o oferente ficará menos tentado a intentar uma OPA hostile face à possibilidade de adquirir ações com poder reduzido.

---

<sup>91</sup> Por exemplo, numa sociedade com 10000 ações, em que uma *poison pill* é ativada com a aquisição de 15% do capital, quando alguém adquire 1500 ações, a sociedade emite mais 8500 ações a um preço equivalente a metade do valor de aquisição daquelas ações, reservado aos outros acionistas, o que faz diluir consideravelmente o valor da posição do eventual oferente. Cfr. LEITÃO, Luís M. T. de Menezes, *Ob. cit.*, nota de rodapé n.º 13, p.63.

<sup>92</sup> Cfr. VENTURA, Raúl, *Ob. cit.*, p.315; ESTEVAN DE QUESADA, Carmen, *Ob. cit.*, pp. 140 e 141; KENYON-SLADE, Stephen, *Ob. cit.*, pp. 334, 335 e 342, PERRIER, Arnaud; SCACCHI, Raphaëlle, *Ob. cit.*, pp. 97 e 98, *Vide*: GAUGHAN, P. A, *Ob. cit.*, p. 233;

<sup>93</sup> que implica o aumento do número de ações e subsquentemente será maior o número de ações que o oferente terá de adquirir. Tal exige um grande esforço financeiro suplementar ao oferente, para o qual pode não estar prevenido. *Vide*: GARCIA, A. Teixeira, *Ob. cit.*, p.305; LEE, W. L.; CARREAU, *Ob. cit.*, p. 20.

No entanto, o aumento de capital no decurso da OPA está vedado no ordenamento jurídico português, tal qual elencado no art. 182.º, n.º 1 do Cód. VM, em virtude do dever de neutralidade do órgão de administração à prática de atos que visem frustrar a oferta. E, ainda que se trate de uma deliberação de aumento de capital pela emissão deste tipo de ações em momento anterior ao lançamento da OPA, mas ainda não executado, sempre será necessário a realização de nova AG que confirme a autorização já concedida.

Por fim, as *note purchase rights plan* atribuem aos acionistas seus titulares, que não o oferente, a possibilidade de trocar esse direito por um pacote de títulos específicos de igual valor a um preço estabelecido pela administração da sociedade visada, ou que a sociedade recompre os seus títulos por um preço justo no caso da ocorrência de OPA hostile. O mesmo se aplica ao já referido para a anterior modalidade de *poison pill* relativamente à necessidade de aumento de capital para emissão de novas ações<sup>94</sup>.

Convém referir que as *poison pills* são medidas construídas para não serem utilizadas. Ou seja, o seu objetivo é defender pela ameaça da sua ativação no caso de uma OPA hostile.

Estes esquemas podem ser entendidos como discriminatórios. No entanto, funcionam contra qualquer adquirente, haja ou não OPA. O preço de mercado das ações pode baixar perante as soluções indicadas, mas cumpre aos acionistas ponderar os prós e os contras das medidas que pretendem tomar<sup>95</sup>.

## 2. Restrições à Transmissão de Ações

Outra medida defensiva anti-OPA pode consistir no estabelecimento de restrições à transmissão de ações, apenas a admitindo em certas circunstâncias e com o consentimento da sociedade. Ou ainda, prever-se a perda de benefícios no caso de ocorrer a sua alienação não consentida.

---

<sup>94</sup> GAUGHAN, P. A., *Ob. cit.*, p.175.

<sup>95</sup> Cfr. CORDEIRO, A. M., *Da tomada (...)*, *Ob. cit.*, p. 775.

De facto, a fidelidade dos acionistas à sociedade é alcançada mediante a **introdução no contrato da sociedade de cláusulas que limitem a livre transmissibilidade das ações**, via estatutária – art. 328.º do Cód. SC- ou mediante a celebração de pactos entre os acionistas, estipulação extra-estatutária -presente no art. 17.º, n.º1 do Cód. SC<sup>96</sup>-. Deste modo, nos termos do art. 328.º, n.º 1, a regra é da livre transmissibilidade das ações, mas a lei permite que os estatutos estabeleçam limites a esta regra, designadamente, que subordine a transmissão de ações nominativas ao consentimento da sociedade – al. a) do n.º2 do art. 328.º-, que estabeleça um direito de preferência dos outros acionistas – al. b) do n.º 2 do art. 328.º- ou a subordine a determinados requisitos que estejam de acordo com o interesse social- al. c) do n.º2 do art. 328.º<sup>97</sup>. Este último caso, para Paulo Lopes Marcelo, serve como critério para decidir sobre a validade das limitações mencionadas, apesar de não ser fácil a determinação daquilo que será o interesse social.

Através destas limitações à transmissão de ações, consegue-se blindar os estatutos, dificultar a tomada de controlo hostil e consolidar situações de domínio minoritário<sup>98</sup>.

Trata-se, contudo, de uma limitação com vários inconvenientes. No que respeita à transação de ações em bolsa, o público acredita estar a adquirir ações que não contêm limitações à livre transmissibilidade das mesmas. Desta forma, o legislador exige nos termos da al. a) do n.º 1 do art. 204.º do Cód.VM que somente podem ser objeto de negociação em bolsa os valores mobiliários livremente transmissíveis<sup>99</sup>.

Salvaguardam-se as situações em que a OPA visa, de acordo com o art. 187.º, n.º 4 do Cód.VM, a aquisição de todas as ações da sociedade admitidas ou não à negociação em mercado regulamentado. Nesses casos, as cláusulas referidas exercem uma função anti-OPA<sup>100</sup>.

---

<sup>96</sup> GARCIA, A. Teixeira, *Ob. cit.*, p. 301; No direito italiano, os acionistas que tenham celebrado pactos parassociais relativos ao exercício do direito de voto ou quanto à sua transmissão não estão sujeitos aos mesmos quando é lançada uma OPA visando a obtenção de mais 60% dos direitos de voto. *Vide*: FERRARINI, Guido, *Corporate Ownership and Control, Law Reform and the Contestability of Corporate Control*, Company Law Reform in OECD Countries- A Comparative Outlook of Current Trends Stockholm, Sweden, 7-8 December, 2000, p.11.

<sup>97</sup> Cfr. VAZ, J. Cunha, *A OPA e o Controlo (...)*, *Ob. Cit.*, p. 144.

<sup>98</sup> MARCELO, P. Lopes, *Ob. cit.*, pp. 49 e 51.

<sup>99</sup> Cfr. VAZ, J. Cunha, *A OPA e o Controlo (...)*, *Ob. Cit.*, p. 144.

<sup>100</sup> MARTINS, A. Soveral, *Valores Mobiliários (...)*, *Ob. Cit.*, p.64.

Estas limitações estatutárias veem a sua eficácia reduzida enquanto mecanismo anti-OPA, na medida em que somente se aplicam às ações nominativas. Por outro lado, são necessários avultados meios financeiros para os outros acionistas exercerem o seu direito de preferência nas mesmas condições da oferta. E, quando recusado o mencionado consentimento pela AG, a sociedade deve fazer adquirir as ações por outra pessoa nas mesmas condições -cfr. al. c) do n.º 3 do art. 329.º do Cód. SC-, o que obrigará a uma mudança de controlo da sociedade.

Assim, estas limitações só poderão ser introduzidas por alteração do contrato de sociedade com o consentimento de todos os acionistas, cujas ações sejam por elas afetadas - art. 328.º, n.º3 do Cód. SC-.

## II. Medidas de Defesa Reativas

Estas medidas são adotadas após o lançamento de uma OPA por parte do órgão de administração da sociedade alvo. No entanto, o legislador pretendeu limitar os seus

poderes no decurso da oferta para proteger os interesses do mercado e, claro, dos acionistas.

Nesta medida, após o conhecimento da oferta, a administração da sociedade alvo encontra-se limitada nos seus poderes ao abrigo do disposto no art. 182.º do Cód. VM, o que significa que os poderes desse órgão ficam reduzidos à gestão normal da sociedade.

Contudo, o legislador não deixa o órgão de administração sem alternativas, possibilitando que sejam adotadas um conjunto de medidas com vista a inviabilizar as pretensões do oferente. Desde logo, é permitido ao órgão de administração da sociedade visada a adoção de quaisquer medidas defensivas, desde que, para isso, estas sejam autorizadas pela AG que tenha sido convocada exclusivamente para esse efeito.

De ora adiante, serão descritas as medidas reativas mais comuns adotadas pelo órgão de administração, as suas vantagens e desvantagens, bem como a licitude de tais medidas.

## **A. Medidas Permitidas pelo Código de Valores Mobiliários**

### **1. Contra-OPA ou *Pac-man Defense***

Partindo do princípio que a melhor defesa é o ataque, esta medida consiste no **lançamento por parte da sociedade visada de uma OPA sobre os valores mobiliários da sociedade oferente.**

A designação atribuída nos EUA a esta forma de defesa resulta do popular jogo de vídeo eletrónico, no qual o personagem principal (*Pac-Man*) é perseguida por quatro fantasmas que o tentam comer. Mas, assim que come a “super-pílula”, permite-lhe inverter o jogo e ser ele a perseguir e comer os fantasmas que o ameaçavam.

Trata-se, então, de uma manobra defensiva de contra-ataque, visto que a sociedade oferente fica condicionada na sua atuação, na medida em que passa a estar mais focalizada na defesa da contra-OPA, com a consequente disponibilização de meios financeiros necessários para o efeito<sup>101</sup>. Ou seja, terá de despender mais dinheiro na aquisição de mais participações sociais para garantir que a sociedade visada não se torne sua sócia ou garantir que a sociedade visada não adquira o seu controlo.

Na verdade, os papéis invertem-se e a sociedade visada passa a ser a sociedade oferente e vice-versa. Existem, assim, duas OPAs simultâneas não concorrentes entre si.

Pois que concorrente será a medida defensiva *White Knight* (analisada *infra*) que poderá ser utilizada em conjunto com a defesa *Pac-Man*.

De facto, nada no Cód. SC ou no Cód.VM obsta esta contra-OPA. Constata-se, no entanto, que esta medida é raramente utilizada, tendo reduzido sucesso, uma vez que, segundo a doutrina<sup>102</sup>, somente é adotada quando a própria sociedade oferente se encontra vulnerável a uma OPA, o que normalmente não acontece, caso contrário esta nunca teria lançado a OPA inicial. Portanto, para que a defesa *Pac-Man* seja viável, na prática, é necessário que a sociedade alvo disponha de recursos financeiros suficientes para poder fazer uma oferta sobre os valores mobiliários do oferente e suportar todos os encargos daí resultantes<sup>103</sup>.

É também imprescindível que o oferente seja uma sociedade passível de ser alvo de OPA. Sem esquecer que, para a prática deste ato defensivo, será sempre precisa a autorização prévia da respetiva AG ao abrigo da al. b) do n.º 3 do art. 182.º do Cód VM<sup>104</sup>,

---

<sup>101</sup> Cfr. LEE, W. L.; CARREAU, *Ob. cit.*, p. 21; Cfr. ESTEVAN DE QUESADA, Carmen, *Ob. cit.*, pp. 179 e 180; VENTURA, Raúl, *Ofertas Públicas de Aquisição (...) Ob. cit.*, p.314.

<sup>102</sup> LEITÃO, Luís M. T. de Menezes, *Ob. cit.*, p. 65.

<sup>103</sup> GARCIA, A. Teixeira, *Ob. cit.*, p. 310.

<sup>104</sup> HOPT, K. J., *Ob. Cit.*, p. 416.

caso contrário ela fica sujeita ao regime do art. 182.º, n.ºs 1 e 2 do Cód. VM. Ou seja, trata-se de um ato susceptível de alterar a situação patrimonial da sociedade visada, não um ato de gestão corrente.

Foi mencionado *supra* que nada no Cód. SC ou no Cód.VM proibia a adoção desta medida. Mas, de facto, não a regulam e, como tal, estamos perante um vazio legal.

Entende Teixeira Garcia que, ainda que autorizada pela AG, o lançamento da contra-OPA poderá levantar outras questões, nomeadamente quanto à proibição das participações recíprocas, dado que nada impede que ambas as ofertas tenham êxito e se crie uma relação e participação recíproca<sup>105</sup>. No ordenamento jurídico espanhol, José María Garrido García entende que o maior obstáculo à validade da defesa *Pac-Man* não reside nas regras das participações recíprocas, mas antes no facto de nenhuma sociedade poder alegar que o lançamento de uma oferta sobre as ações do oferente é uma atividade enquadrável na sua gestão corrente. E, como tal, não será concebível que o organismo supervisor do mercado dê autorização para a OPA ser levada a cabo<sup>106</sup>.

Esta opinião é perfeitamente enquadrável com o nosso ordenamento jurídico, na medida em que o maior obstáculo a esta defesa se encontra na necessidade de autorização por parte da AG, como enunciado na al. b) do n.º 3 do art. 182.º do Cód. VM, e ainda na proibição de atuação do órgão de administração caso não haja autorização da AG, sob pena de não ser considerável um ato de gestão ordinária da sociedade visada.

A adoção desta medida dificilmente cairá no âmbito da gestão corrente da sociedade, pelo que terá sempre de existir deliberação da AG de acionistas- art. 373.º, n.º 3, à *contrário*, do Cód.SC-.

Assim, estando em causa um ato que preenche os requisitos cumulativos impostos pelo art. 182.º, n.º1 do Cód.VM, a adoção desta medida está sob a inibição imposta ao órgão de administração da sociedade alvo no decurso da OPA. A menos que tenha existido autorização por deliberação expressa da AG, especificamente convocada para o efeito durante o prazo da oferta.

---

<sup>105</sup> GARCIA, A. Teixeira, *Ob. cit.*, nota 688, p. 310.

<sup>106</sup> GARRIDO, J.M, *Ob. cit.*, p, 500.

## 2. OPA Concorrente ou *White Knight*

A OPA concorrente consiste em o órgão de administração da sociedade visada fazer com que um **terceiro lance uma oferta concorrente com o objetivo de que essa oferta faça fracassar a primeira**. Ou seja, estamos perante uma OPA concorrente quando, perante uma oferta, outra entidade oferece adquirir os mesmos valores. São deste modo, OPA simultâneas e coincidentes quanto ao objeto.

A expressão *White Knight* ou Cavaleiro Branco permite compreender isso mesmo. Há uma figura ilustrativa, uma pessoa física ou jurídica que surge a ajudar financeiramente a sociedade visada de uma OPA hostil no sentido de impedir o êxito dessa oferta. Desta forma, o cavaleiro branco comprará um bloco de ações da sociedade visada, em regra uma posição maioritária, suficiente para inviabilizar a operação, ou em alternativa, lança uma OPA concorrente. “Se nem a sociedade visada nem os seus acionistas dominantes dispõem de meios financeiros bastantes para efetuarem compras de ações que desviem as ações de ofertas, a ajuda pode vir de um terceiro, apelidado de cavaleiro branco, por oposição ao cavaleiro negro que é o oferente” <sup>107</sup>.

Esta medida é apresentada pela doutrina<sup>108</sup> como uma típica medida de defesa que se pode recorrer para fazer face a uma OPA hostil<sup>109</sup>, meio mais eficaz para combater essa oferta sem frustrar os interesses dos acionistas e dos mercados de bolsa.

É perfeitamente admissível pela nossa lei – al. c) do n.º 3 do art. 182.º do Cod.VM-, uma vez que não se trata de uma atuação do órgão de administração e porque pode traduzir-se em melhores condições para os acionistas, dado que a OPA concorrente deve oferecer uma contrapartida superior à OPA antecedente em pelo menos 2 %, assim como ser suscetível de oferecer condições tão ou mais vantajosas –art. 185.º, n.º 5 do Cód.VM-. No entanto, esta medida tem uma desvantagem. O terceiro que lança a OPA concorrente pode tornar-se agressor da sociedade (*Black knight* ou cavaleiro negro).

---

<sup>107</sup> VENTURA, Raúl, *Ofertas Públicas de Aquisição (...)*, *Ob. cit.*, p. 315.

<sup>108</sup> LEE, W. L.; CARREAU, *Ob. cit.*, p. 20.

<sup>109</sup> GAUGHAN, P. A., *Mergers (...)*, *Ob. cit.*, pp. 204 e 205.

Para além de o primeiro oferente poder rever a sua oferta<sup>110</sup>e, assim, superar a oferta do segundo oferente, que já não terá essa possibilidade<sup>111</sup>.

Concluindo, a consagração legal de um dever de lançar ofertas concorrentes seria ir longe demais, já que significaria que a sociedade visada se encontra para venda<sup>112</sup>.

Assim, tratando-se de uma medida de defesa reativa que pode ser adotada independentemente da estrutura acionista da sociedade, não necessita de qualquer intervenção da AG para que seja válida. Na verdade, o dever de neutralidade dos órgãos de administração da sociedade visada, previsto no art. 182.º do Cód.VM, não obsta a que os mesmos solicitem ofertas concorrentes, até porque tais ofertas serão necessariamente mais favoráveis aos acionistas.

## **B. Outras Medidas Reativas**

### **1. “Escudeiro Branco” ou *White Squire***

Semelhante ao Cavaleiro Branco, o Escudeiro Branco consiste numa estratégia de defesa que implica a intervenção de um terceiro, ou acionista aliado.

Através do recurso a esta medida defensiva, **a sociedade visada transmite a um terceiro, com quem tem relações amigáveis, o número de ações suficientes para fazer face ao oferente hostil.** Ou seja, a sociedade alvo emite valores mobiliários que conferem direito à sua subscrição ou aquisição em nome do acionista ou terceiro, o qual pretende que a sociedade se mantenha independente, sendo que o montante dessa emissão deverá atribuir-lhe uma parcela substancial do capital social, de modo a inviabilizar a aquisição de controlo por parte do oferente<sup>113</sup>.

---

<sup>110</sup> Cfr. CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito (...)*, *ob. cit.*, pp. 638-639; Relativamente a esta faculdade, podemos encontrar na doutrina opiniões divergentes. Por um lado, existem autores que defendem que este direito só assiste aos oferentes iniciais, por outro, há os que defendem que qualquer oferente pode beneficiar desta liberdade. Para um estudo aprofundado sobre o tema *Vide*: FERREIRA, M. Requicha, *Ob. cit.*, pp. 267 e ss.; SANTOS, H. Moredo, *Ofertas Concorrentes*, Coimbra: Coimbra Editora, 2008.

<sup>111</sup> GARCIA, A. Teixeira, *Ob. cit.*, p. 309.

<sup>112</sup> HOPT, K. J., *Ob. cit.*, p. 411.

<sup>113</sup> Um exemplo de utilização desta medida defensiva foi o caso da OPA lançada pela CSN sobre a Cimpor, a qual foi inviabilizada pelas aquisições de participações significativas aos acionistas, realizadas pela Votorantim (21,2%) e Camargo Corrêa (32,9 %), sociedades dominantes no mercado brasileiro do setor.

Por norma, existe entre a sociedade alvo e o terceiro ou acionista aliado um pacto de não agressão ou *standstill agreement*, no qual este último assume o compromisso de não vender, nem ceder por qualquer meio a sua posição social a um comprador hostil<sup>114</sup>. Em contrapartida, o *white squire* tem o direito de exigir à sociedade visada a recompra das mesmas ações caso ocorra alguma alteração ao nível do controlo dessa sociedade. Poderão ainda ser atribuídos dividendos generosos e/ou descontos na aquisição de ações<sup>115</sup>, ou a representação no órgão de administração da sociedade.

De realçar que o aumento de capital necessário para a emissão destas ações pode ser da competência do conselho de administração, quando o contrato de sociedade assim o autorizar, nos termos do art. 456.º, n.º 1 do Cód. SC, estando, contudo, sempre sujeita à prévia autorização por parte da AG no decurso de uma OPA. Esta medida cairá, assim, na limitação dos poderes da administração da sociedade visada, nomeadamente, na al. b) do n.º 2 do art. 182.º do Cód.VM, pelo que terá que ser aprovada pela AG nos termos da al. b) do n.º 3 do art. 182.º do Cód.VM.

Desta forma, a defesa *white squire*, desde que adotada num momento anterior ao lançamento da OPA, como medida preventiva e em cumprimento de um aumento de capital autorizado com afastamento do direito de preferência dos acionistas, poderá ser adotada pela administração da sociedade visada. Já no decorrer de uma OPA, como

medida reativa, a adoção desta medida está vedada à administração, dado que se insere na proibição de emissão de ações constante no art. 182.º, n.ºs 1 e 2, al. b) do Cód.VM.

## 2. “Joias da Coroa” ou *Crown Jewels*

Outra medida que pode também ser adotada pela administração da sociedade visada no decurso da oferta de modo a desencorajar o oferente ou a frustrar os objetivos da OPA é a alienação das joias da coroa.

A venda de joias da coroa<sup>116</sup> é uma medida que, para além de **retirar da**

<sup>114</sup> Vide: KENYON-SLADE, Stephen, *Ob. cit.*, pp. 378 e 379.

<sup>115</sup> Caso de se tratarem de ações preferenciais.

<sup>116</sup> Um caso interessante suscitou-se durante a OPA ao BPI, na pendência da qual a administração do BPI pediu, nos termos da al. b) do n.º 3 do art. 182.º do Cód.VM, autorização à respetiva AG, que foi concedida para a alienação das ações do BCP que detinha diretamente e indiretamente através do BPI Vida Companhia de Seguros de Vida, S.A. As consequências de uma tal alienação para o BCP poderem ser, por exemplo, a entrada de um acionista hostil aos demais ou à administração ou a descida da cotação das ações do BCP, em caso de um processo de venda massificado das mesmas em mercado.

**sociedade os elementos do ativo em que o oferente está interessado**, ainda permite a utilização do resultado da venda para distribuição na forma de dividendo. Contudo, esta venda não tem qualquer valor como medida preventiva, uma vez que, se não existir um ataque, a sociedade não se vai desfazer de bens importantes do seu ativo. Por outro lado, a sua utilização como medida reativa encontra-se limitada pela inibição dos poderes do órgão de administração da sociedade estipulada no art. 182.º, em particular na al. b) do seu n.º 2 do Cód.VM, por consubstanciar uma alteração relevante da situação patrimonial da sociedade visada, salvo autorização da AG exclusivamente convocada para o efeito- al. b) do n.º 3 do art. 182.º, n.º 3 do Cód. VM<sup>117</sup>-. Já quando se trate de uma obrigação assumida em momento anterior ao lançamento da OPA, -medida de defesa diferida-, o mesmo será enquadrável na al. a) do n.º3 do art. 182.º do mesmo código e, como tal, admissível.

Concluindo, esta medida poderá ser adotada previamente ao lançamento da OPA, produzindo os seus efeitos no seu decurso, ou adotadas quando a mesma já tiver sido lançada. Caso sejam adotadas previamente, caberá ao órgão de administração a sua utilização, pois compete a este órgão a alienação de bens imóveis da sociedade – al. e) do art. 406.º do Cód. SC – e a celebração de contratos, pelo que tal conduta se inclui nos seus poderes de gestão. Quando no decurso da OPA, estas medidas estão vedadas ao órgão de administração da sociedade visada, com fundamento no dever de neutralidade

previsto no art. 182.º do Cód.VM. Deste modo, deverá ser autorizada por deliberação de AG convocada especialmente para o efeito durante a oferta, por uma maioria de dois terços dos votos emitidos.

### 3. Aquisição de Ações Próprias

A sociedade visada pode propor **rebatêr a oferta proposta, oferecendo mais dinheiro aos seus acionistas, mediante a aquisição de ações próprias**<sup>118</sup>, também conhecidas como *Share Buy- Back*.

---

<sup>117</sup> HOPT, K. J., *Ob. cit.*, p.415; PEREIRA, J. Brito, *Ob. cit.*, pp. 194 e 195.

<sup>118</sup> Caso da OPA da Sonae sobre a PT. As medidas anti-OPA incluíram promessa de elevados dividendos aos acionistas, bem como um programa de recompra de ações próprias.

A aquisição de ações próprias<sup>119</sup> pela sociedade visada torna mais difícil a aquisição do controlo e, conseqüentemente, o sucesso da OPA. Tal deve-se ao facto de existir um aumento proporcional dos direitos de voto detidos pelos atuais acionistas, o que acarreta um menor número de ações disponíveis para o oferente, fazendo subir o seu valor de cotação<sup>120</sup>.

Na verdade, pela aquisição de ações próprias em bolsa, a sociedade consegue aumentar o valor das suas ações, tornando mais onerosa a OPA<sup>121</sup>. No entanto, o legislador português limitou às sociedades a possibilidade de detenção de ações próprias, o que obsta ao seu sucesso como estratégia defensiva, nomeadamente o constante no art. 316.º, n.ºs 1 e 2, mais as constantes nos arts. 324.º n.º 1 al. a), 486.º, n.º1, 487.º, n.º1, todos do Cód. SC<sup>122</sup>.

A sua admissibilidade como medida reativa parece não ser de afastar. Importa, contudo, averiguar se o órgão de administração pode decidir relativamente a esta matéria.

À partida, não existindo qualquer restrição no contrato da sociedade, pode o órgão de administração adotar esta medida de defesa, mas só quando exista prejuízo grave e iminente para a sociedade, de acordo com o disposto no n.º 3 do art. 319.º do Cód. SC. Neste sentido, e sabendo desde logo que uma OPA decorre do normal funcionamento do mercado, não parece existir qualquer prejuízo grave e iminente para

a sociedade, não podendo por isso o órgão de administração autorizar a aquisição de ações próprias<sup>123</sup>. Além do mais, a aquisição de ações próprias consubstancia uma operação suscetível de afetar de modo significativo os objetivos do oferente e de alterar a situação patrimonial da sociedade. E, por esse facto, uma medida proibida de ser adotada pelo órgão de administração, excepto quando tenha existido autorização expressa pela AG, ao abrigo do disposto na al. b) do n.º 3 do art. 182.º do Cód. VM.

---

<sup>119</sup> Nos EUA diversos casos nos anos 80 envolveram a prática desta medida. As sociedades recorriam a ofertas sobre ações próprias concorrentes com a oferta do oferente inicial. *Vide*: GUINÉ, O. Vogler, *Ob. cit.*, p. 41.

<sup>120</sup> Entre nós regulado nos arts. 316 e ss. do Cód. SC. Sobre esta matéria *Vide*: GUINÉ, O. Vogler, *Ob. cit.*, p. 40 e 41, que chama a atenção para a alienação de ações próprias enquanto medida defensiva feita a uma entidade próxima não disponível para vender uma OPA, *Vide*: art. 320.º Cód. SC. Cfr. KENYON-SLADE, Stephen, *Ob. cit.*, pp. 386 e ss.

<sup>121</sup> *Vide*: No ordenamento jurídico francês *Vide*: LEE, W. L.; CARREAU, *Ob. Cit.*, p. 18 e no ordenamento jurídico espanhol *Vide*: ESTEVAN DE QUESADA, Carmen, *Ob. cit.*, pp. 197 e ss.

<sup>122</sup> Cfr. GARCIA, *Ob. cit.*, p. 292; VENTURA, Raúl, *Ofertas Públicas de Aquisição (...)*, *Ob. cit.*, p. 313.

<sup>123</sup> GUINÉ, O. Vogler, *Ob. cit.*, p.31.

Finalmente, importa ter em consideração a circular de 29 de janeiro de 2016 da CMVM relativamente a esta matéria<sup>124</sup>.

#### 4. Litígio ou *Litigation*

O órgão de administração da sociedade visada através de qualquer litigância pretende levantar dificuldades processuais e suscitar incidentes. Deste modo, criam-se oportunidades para contestar a oferta perante a entidade de supervisão, a CMVM, ou os tribunais. A sociedade alvo terá todo o interesse em **invocar ilegalidades relacionadas com a lei aplicável à oferta, de forma a inviabilizar o respetivo processo**<sup>125</sup>.

Não obstante esta estratégia defensiva ter por objeto único o apelo ao estrito cumprimento da lei, é frequentemente adotada sem qualquer fundamento jurídico. Tal deriva do facto de a sociedade visada pretender ganhar tempo, utilizando esta medida como fator essencial para o êxito ou fracasso da OPA, funcionando ainda como modo de incentivar o oferente a aumentar o valor da sua oferta<sup>126</sup>.

Mais do que uma medida de defesa anti-OPA, a litigância funciona como instrumento dilatatório de todo o processo<sup>127</sup>, conferindo à sociedade a possibilidade de organizar medidas defensivas mais eficientes, designadamente a procura de um cavaleiro branco – al. b) do n.º3 do art. 182.º do Cód.VM)- ou o lançamento de uma contra-OPA, sendo, por isso, um meio limitado de defesa<sup>128</sup>. Para além de o recurso aos tribunais ser

suscetível de provocar gastos significativos para o oferente, incitando o oferente a desistir da oferta.

---

<sup>124</sup> Nomeadamente o seguinte: “A autorização para a realização de transações de ações próprias, deliberada em assembleia geral, poderá configurar um programa de recompra (share buyback) nos termos do Regulamento (CE) N.º 2273/2003 da Comissão Europeia de 22 de dezembro, caso em que deverão ser divulgados todos os pormenores do programa aprovado, incluindo o objetivo do programa, o contravalor máximo, o número máximo de ações a adquirir e o prazo da autorização. Deverão ser ainda seguidas as regras estabelecidas nesse regulamento para a aquisição de ações, designadamente quanto a limites de preço e quantidades diárias. A realização de transações de ações próprias está sujeita aos deveres de comunicação e divulgação estabelecida nos arts. 11.º a 13.º”, *in* Departamento de Supervisão de Mercados Emitentes e Informação, Circular Sobre Contas Anuais, Janeiro de 2016.

<sup>125</sup> A título de exemplo, a Endesa contestou na justiça da união Europeia e de Espanha a OPA hostil de que foi alvo, lançada pela Gas Natural; MARCELO, P. Lopes, *Ob. cit.*, nota 14, p.19.

<sup>126</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, *Ob. Cit.*, pp. 165 e 167 e 185 e ss.; RUBACK, R. S., *Ob. cit.*, p. 64.

<sup>127</sup> Cfr. ESTEVAN DE QUESADA, Carmen, *Ob. cit.*, p. 187; KENYON-SLADE, Stephen, *Ob. cit.*, pp. 424 e 425; GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, *Ob. cit.*, pp. 161 e 168.

<sup>128</sup> Cfr. LEE, W. L.; CARREAU, *Ob. cit.*, p. 21 e 22; ESTEVAN DE QUESADA, Carmen, *Ob. cit.*, pp. 188.

Relativamente à admissibilidade da litigância face ao dever de neutralidade imposto ao órgão de administração da sociedade alvo na pendência da OPA, no nosso ordenamento jurídico e face ao disposto no art. 182.º do Cód.VM, o recurso aos tribunais, com ou sem fundamento legal, não sendo um ato que se possa enquadrar na gestão normal da sociedade, apenas será admitido mediante autorização da AG, nos termos da al. b) do n.º 3 do art. 182.º do Cód. VM.

## CONCLUSÃO

Vimos, ao longo deste trabalho, que, numa OPA hostil, para além de implicar a transferência do controlo, não há o acordo do órgão de administração da sociedade alvo. Assim sendo, as sociedades tentam prevenir-se através da adoção de meios defensivos, cuja legitimidade é por vezes posta em causa.

Na verdade, têm-se multiplicado em Portugal e noutros países os casos de OPA hostis. Quem não se lembra do caso Sonae/PT, em que a oferta se destinou à aquisição de 50,01 por cento do capital da PT, o que implicou necessariamente a transferência do controlo. O anúncio efetuado foi público e a reação do conselho de administração consubstanciou-se na discordância com a OPA, tendo sido alegado que não se encontravam reunidas as condições para o acordo da atual estrutura de acionistas da PT.

Devem, por isso, ser facultadas medidas defensivas, caso contrário as sociedades não recorreriam ao mercado de capitais para se auto-financiarem. No entanto, o órgão de administração está condicionado na adoção de medidas reativas. Há, em certa medida, necessidade de evitar que administradores de má-fé possam interferir e até mesmo condicionar o normal desenvolvimento do mercado e da própria sociedade alvo. Portanto, há uma clara situação de conflito de interesses, conforme mencionado *supra*.

Para além disso, as medidas devem ser licitas e, como tal, a CMVM, o Banco de Portugal e o Banco Central Europeu têm vindo a desempenhar um papel preponderante neste sentido. Por exemplo, o Banco Central Europeu anunciou recentemente a necessidade de o BPI reduzir a sua exposição no mercado angolano.

No limite, violados os limites previstos no art. 182.º do Cód. VM, caberá em última instância aos tribunais decidir. A CMVM, em resposta a requerimentos da Sonaecom, que lançou uma OPA sobre a PT, e do BCP, que lançou uma OPA sobre o BPI, referiu que estas deliberações são anuláveis e a competência para a sua anulação pertence exclusivamente aos tribunais.

## BIBLIOGRAFIA

ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*, 6.ª Edição, Coimbra: Coimbra Editora, 2011.

ANDRADE, Margarida Costa, *Algumas considerações sobre a oferta pública de aquisição simples e voluntária no regime português*, in Boletim da Faculdade de Direito, Vol. LXXVIII, Ano 2002.

CÂMARA, Paulo, *Defensive adopted by the board: current European trends*, Company Law Reform in OECD Countries- A Comparative Outlook of Current Trends Stockholm, Sweden, 7-8 December, 2000.

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª Edição, Coimbra: Almedina, 2011.

CORDEIRO, António Menezes, *Acções preferenciais sem voto*, in ROA, Ano 60, 2000.

CORDEIRO, António Menezes, *A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis*, ROA, ano 58, 1998.

CORDEIRO, António Menezes, *Da tomada de sociedades (takeover): Efetivação, Valoração e Técnicas de Defesa*, ROA, ano 54, Vol. III, Dezembro 1994.

CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 4.<sup>a</sup> edição, Coimbra: Almedina, 2010.

DAVIES, Paul /HOPT, Klaus J, *Control transactions*, in AAVV, *The anatomy of Corporate Law. A comparative and functional approach*, 2<sup>a</sup> edição, Oxford University Press, Oxford, 2009.

DOMINGUES, Paulo Tarso, *Variações sobre o Capital Social*, Coimbra: Almedina 2009.

ESTEVAN DE QUESADA, Carmen, *Tomas del Control y Medidas Defensivas-La Compra e Acciones Propias como Defensa*, Navarra: Arazandi Editorial, 2002

FERRARINI, Guido, *Corporate Ownership and Control, Law Reform and the Contestability of Corporate Control*, Company Law Reform in OECD Countries- A Comparative Outlook of Current Trends Stockholm, Sweden, 7-8 December, 2000.

FERREIRA, Manuel Requicha, *Acordos de Aceitação e Não-Aceitação*, Coimbra: Almedina, 2015.

FRAGOSO, Luís, *A OPA Inibitória e a limitação de poderes da sociedade visada- O art. 182.º do CVM*, in Verbo Jurídico, Março de 2005.

GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras*, Estudios sobre OPAs, Primera Edición, Madrid: Civitas, 1999.

GARCIA, Augusto Teixeira, *OPA: Da Oferta Pública de Aquisição e o seu Regime Jurídico*, in Boletim da Faculdade Direito, Studia Iuridica, 11, Universidade de Coimbra- Boletim da Faculdade de Direito, Coimbra: Coimbra Editora.

GARRIDO, José María, *La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil*, in *Derecho de sociedades: libro homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, Madrid: McGraw-Hill, Vol. 3, 2002.

GAUGHAN, Patrick A., *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, 3<sup>a</sup> Edição, New York: John Wiley & Sons, 2000.

GILSON, Ronald J., *The law and finance of corporate acquisitions*, New York, 1990.

GUINÉ, Orlando Vogler, *A transposição da Diretiva 2004/25/CE e a Limitação dos Poderes do Órgão de Administração da Sociedade Visada*, *CadMVM*, n.º 22, Dezembro de 2005.

GUINÉ, Orlando Vogler, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Coimbra: Almedina, 2009.

HOPT, Klaus J., *The duties of the directors of the target company in hostile takeovers- German and European perspectives*, in FERRARINI, Guido; HOPT, Klaus J.; WYMEERSCH, Eddy, *Capital markets in the age of euro- cross-border transactions, listed companies regulation*, The Netherland: Kluwer Law International, 2002.

KENYON-SLADE, Stephen, *Mergers and takeovers in the US and UK: Law and Practice*, New York: Oxford University Press, 2004.

KIRCHNER, Christian; PAINTER, Richard W., *Takeover defenses under Delaware law, the proposed thirteenth EU Directive and the new German takeover law: Comparison and Recommendations for reform*, *The American Journal of Comparative Law*, 2002.

LEE, William L.; CARREAU, Dominique, *Les moyens de défense à l'encontre des offres publiques d'achat inamicales en France*, Recueil Dalloz Sirey: Chronique. 3, 1988.

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *A Responsabilidade Civil no Âmbito da OPA*, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra: Coimbra Editora, 2000.

LEITÃO, Luís Manuel Teles, *As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil*, in AA.VV., Vol. VII, Coimbra: Coimbra Editora, 2007.

LOPES, Cláudia Teixeira; OLIVEIRA, Helena Santos de; CUNHA, Carlos Alberto da Silva e, *O jogo das estratégias das OPA- Caso SONAE/Portugal Telecom*, Revista TOC.

MACEDO, Gonçalo Veiga, *As Defesas Anti-OPA. Aspectos do Direito Norte-Americano, da Diretiva 2004/25/CE e do Direito Português*, in *Direito Privado e Direito Comunitário Alguns Ensaio*s (obra coletiva), Lisboa, Âncora Editora, 2007.

MARCELO, Paulo Lopes, *A Blindagem da Empresa Plurissocietária*, Coimbra: Almedina, 2003.

MARSH, Paul, *Short-termism: Are myopic markets and Money men to blame?* in: *Actas del Congreso Takeovers, the stock market and corporate performance*, London, 1991.

MARTÍN-LABORDA, Antonio Robles, *Sindicación de Acciones y Mercado de Control Societario*, Primera Edición, Navarra: Editorial Aranzadi, 2006.

MARTIN/McCONNEL, *Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover*, in *Journal of Finance*, 46, 1991.

MARTINS Alexandre Soveral, *Títulos de Crédito e Valores Mobiliários*, Parte I- Títulos de Crédito, Coimbra: Almedina, 2014.

MARTINS, Alexandre Soveral, *Valores Mobiliários[Acções]*, IDET, Cadernos nº1, Coimbra: Almedina, 2003.

MORCK/SCHLEIFER/VISHNY, *Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers*, in AUERBACH (org.) *Corporate takeovers:causes and consequences*, Chicago, 1988.

NUNES, Pedro Caetano, *Corporate governance*, Coimbra: Coimbra Editora, 2005.

NUNES, Pedro Caetano, *Responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas*, Coimbra: Almedina, 2001.

OLAVO, Carlos, *O dividendo prioritário nas acções preferenciais sem voto*, O Direito, Lisboa, 3-4 Julho-Dezembro, 1995.

PEREIRA, Jorge Brito, *A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2000.

PERRIER, Arnaud/SCACCHI, Raphaëlle, *Les stratégies anti-OPA*, Paris: Economica, 1995.

RODRIGUES, André Mondaine, *Das restrições ao exercício do direito de voto no âmbito de uma oferta pública de aquisição: uma análise do anteprojeto de alteração do art. 182.º-A dos Valores Mobiliários*, Revista das Sociedades Comerciais, Vol. IV, 2012.

RUBACK, Richard S., *An overview of takeover defenses*, in *Mergers and Acquisitions*, edited by A. J. Auerback. Chicago: University of Chicago Press, 1988.

SANTOS, Hugo Moredo, *Ofertas Concorrentes*, Coimbra: Coimbra Editora, 2008.

SANTOS, Hugo Moredo, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra: Coimbra Editora, 2011.

SILVA, João Calvão da, *Pacto Parassocial, Defesas Anti-OPA e OPA Concorrente*, in *Estudos de Direito Comercial ( Pareceres)*, Coimbra: Almedina, 1999.

TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *Limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada y de las de su grupo*, Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS): Comentarios sistemático del RD 1.197/1991, Madrid: Centro de documentación bancaria y bursátil, 1993.

TAPIA SÁNCHEZ, María Rosa- *El difícil camino de la OPA en el cambio del control societario*, Revista de derecho bancario y bursátil, editorial lex nova, jul/set de 2005.

VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.<sup>a</sup> Edição, Coimbra: Almedina, 2006.

VAZ, João Cunha, *A OPA e o Controlo Societário: A Regra da Não Frustração*, Coimbra: Almedina, 2013.

VAZ, João Cunha, *As OPA na União Europeia face ao novo Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina, 2000.

VENTURA, Raúl, *Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários*, in Estudos vários sobre Sociedades Anónimas: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, Reimpressão da Edição de 1992, Coimbra: Almedina, 2003.

VENTURA, Raúl, *Participações Dominantes: Alguns Aspectos do Domínio de Sociedades Por Sociedades*, in ROA, Vol II, 1979.

WYMEERSCH, Eddy, *Capital markets in the age of euro- cross-border transactions, listed companies regulation*, The Netherland: Kluwer Law International, 2002.

### ***Outros Documentos***

CMVM- *Circular Sobre Contas Anuais*- Departamento de Supervisão de Mercados, Emitentes e Informação, janeiro de 2016, in <http://www.cmvm.pt>.

CMVM - *Portugal Telecom, SGPS S.A., Informa sobre Convocatória para Assembleia Geral de Acionistas*, 26 de janeiro de 2007, in <http://www.cmvm.pt>.

CMVM- *Prospecto de Oferta Pública Geral de Aquisição sobre as Ações Representativas do Capital Social da Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, SA lançada pela InterCement Austria Holding GmbH*, 29 de maio de 2012, in <http://www.cmvm.pt>.

CMVM- *Recomendação da CMVM sobre o Governo das Sociedades*, julho de 2016, in <http://www.cmvm.pt>.

CMVM- *Resposta da CMVM ao Requerimento de 31 de Março de 2006, apresentado pelo BCP,SA*, 6 de abril de 2006, in <http://www.cmvm.pt>.

CMVM- *Resposta da CMVM ao Requerimento de 23 de Março de 2006, apresentado pela Sonaecom- SGPS,SA, de 6 de abril de 2006, in in in <http://www.cvm.pt>.*

OCDE- *A Comparative Outlook of Current Trends Stockholm, Sweden, 7-8 December, 2000, in <http://www.oecd.org>.*

THE PANEL ON TAKEOVERS AND MERGERS- *The City Code on Takeover and Mergers, 8 october 2015, in <http://www.thetakeoverpanel.org.uk>.*

