



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**A Conduta da Administração da
Sociedade visada por OPA
A regra de não frustração**

Catarina Isabel de Castilho Brêda Perdigoto

Dissertação de Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2020

A Conduta da Administração da Sociedade visada por OPA

A regra de não frustração

Dissertação de Mestrado em Direito, área de
especialização de Empresas e Negócios, elaborada
sob a orientação do Professor Doutor José Engrácia

Antunes

Catarina Isabel de Castilho Brêda Perdigoto

Porto 2020

Resumo

Este trabalho pretende explorar a atuação do Órgão de Administração de uma sociedade visada por OPA, com particular foco na conduta defensiva relativamente à oferta, nas suas motivações e escopo, e nas diferentes formas em que pode surgir. Neste âmbito, iremos aprofundar a regra de não frustração da oferta, a sua consagração na lei portuguesa e na Diretiva 2004/25/CE relativa às OPA, bem como as razões que a tornam fundamental para a manutenção do mercado do controlo societário.

Palavras-chave: Oferta pública de aquisição, conduta defensiva, órgão de administração, regra de não frustração.

Abstract

The aim of this paper is to explore the conduct of the Board of Directors facing a takeover bid, with a focus on the defensive response towards the takeover, and the different shapes this defence can assume. Thereunder, we will investigate the non-frustration rule, its provision under Portuguese law and Directive 2004/25/EC on takeover bids, as well as the rationale for the importance of this rule in the maintenance of the market for corporate control.

Key words: Takeover bid, defensive conduct, board of directors, non-frustration rule.

ÍNDICE

SIGLAS E ABREVIATURAS	7
Introdução	8
I. OPA e controlo societário	9
1. Noção e âmbito da OPA	9
2. Hostilidade.....	11
3. OPA e controlo societário.....	13
4. Conflitos de interesses	15
5. Sociedade Aberta.....	16
5.1 Qualificação.....	16
5.2 Conflitos de Interesses.....	18
II. A conduta da Administração da Sociedade Visada	21
1. Escopo e Motivações	21
2. Efeitos das Medidas Defensivas	22
3. Condutas anti-OPA.....	23
3.1 Golden parachutes	23
3.2 Distribuição de bens aos sócios	24
3.3 Alienação das Crown Jewels	25
3.4 White Knight defense	25
3.5 Defesa Pac-man	26
III. A regra de não frustração.....	28
1. A norma do CVM e a Diretiva	28
2. A <i>non-frustration rule</i> e a sua razão de ser	30
3. Atuações proibidas	33

3.1 Alteração relevante da situação patrimonial.....	33
3.2 Gestão normal da sociedade	36
3.3 Afetação dos interesses do oferente.....	38
3.4 Outros atos proibidos.....	41
3.5 Exceções	43
3.6 Âmbito temporal da proibição	43
Conclusões.....	46
Bibliografia	48

SIGLAS E ABREVIATURAS

AG – Assembleia Geral

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC- Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

EM – Estados-Membros

NFR – Non-frustration Rule

OA- Órgão de Administração

OPA – Oferta Pública de Aquisição

Introdução

As últimas duas décadas têm sido palco, tanto no panorama nacional como estrangeiro, de diversas operações de lançamento de OPA, que capturam a atenção mediática e dos mercados, assumindo uma grande relevância no mercado do controlo societário. Em Portugal, assistimos a inúmeros lançamentos de ofertas memoráveis, muitos sem sucesso, permanecendo o estudo das suas circunstâncias e consequências um tema relevante para compreender os diversos impactos económicos que estas operações podem comportar.

No presente estudo pretendemos explorar a atuação e correspondentes motivações da administração de uma sociedade que se vê alvo de uma oferta pública de aquisição. Centramo-nos no *corporate governance* durante a oferta pública, mais especificamente numa vertente interna, relacionada com a regulação das relações e conflitos de interesses entre acionistas e órgão de administração, enquanto protagonistas da vida societária. Não obstante, exploramos também a vertente externa, analisando o modo como o mercado do controlo societário opera no fenómeno das OPA.

No âmbito do bom governo societário das sociedades abertas, pretendemos estudar uma concreta questão: a vinculação à não frustração da oferta por parte do órgão de administração, a limitação dos seus poderes na pendência de OPA quanto a medidas defensivas.

No capítulo I estudamos o conceito de OPA, de hostilidade, e a sua conexão com o mercado de controlo societário, nomeadamente enquanto mecanismo de aquisição de controlo, fundamental para o mercado de reestruturações. Analisamos a instrumentalidade do conceito de sociedade aberta para o presente estudo, e os potenciais conflitos de interesses que tendem a surgir neste âmbito.

No capítulo II exploramos o comportamento da administração de uma sociedade visada, as motivações que estão na origem das medidas defensivas e alguns exemplos mais comuns destas medidas, bem como a sua classificação.

No capítulo III dedicamo-nos ao estudo da regra de não frustração, a proibição da administração tomar medidas defensivas proibidas, as suas razões de ser e o seu regime legal, em consolidação da legislação nacional com a Diretiva 2004/25/CE (Diretiva das OPA).

I. OPA e controlo societário

1. Noção e âmbito da OPA

Ofertas públicas de aquisição são propostas dirigidas ao público tendo em vista a aquisição de valores mobiliários, através de um processo estabelecido por lei¹, durante determinado prazo. Segundo TEIXEIRA GARCIA², “a expressão oferta pública de aquisição pretende descrever uma particular técnica de aquisição de valores mobiliários que se traduz numa pessoa coletiva ou singular, pretendendo adquirir o controlo de determinada sociedade, efetuar uma proposta irrevogável dirigida publicamente aos titulares de valores mobiliários dessa sociedade, de transferirem os seus títulos para o proponente, dentro de um determinado período de tempo, a um preço geralmente superior à sua cotação em bolsa, ou ao seu valor de mercado.”

Uma das principais características deste modo de aquisição societária, segundo o autor, é o facto de permitir a aquisição do domínio sobre uma sociedade, prescindindo do grupo de controlo e recorrendo diretamente à totalidade dos acionistas, por forma a que estes regressam à sua qualidade de verdadeiros donos da sociedade.³

Também a Diretiva 2004/25/CE define, no art. 2º/1 a), OPA como oferta pública feita aos titulares de valores mobiliários de uma sociedade para adquirir a totalidade ou uma parte desses valores mobiliários independentemente de essa oferta ser obrigatória ou voluntária, na condição de ser subsequente à aquisição do controlo da sociedade visada ou ter como objetivo essa mesma aquisição nos termos do direito nacional.⁴

Para ser considerada pública, a oferta deve ser dirigida no seu todo ou em parte a destinatários indeterminados.⁵ No art. 109º/3, o CVM prevê critérios complementares da natureza pública da oferta: são também públicas as ofertas dirigidas à generalidade dos acionistas de sociedade aberta, as que sejam precedidas de contactos ou prospeções junto do público, e as dirigidas a pelo menos 150 investidores não profissionais.⁶ A OPA é

¹ (CÂMARA, 2016: p. 595).

² (GARCIA, 1995: p. 13).

³ (GARCIA, 1995: p. 14).

⁴ É de relevo notar que, não obstante a Diretiva das OPA o fazer, a lei portuguesa não oferece uma definição de OPA: o CVM inicia o respetivo regime dispondo sobre o objeto da oferta, no art. 173º/1 e ss.

⁵ Art. 109.º, n.º 1 CVM. A indeterminação dos destinatários constitui o critério principal da qualificação da oferta como pública, sem prejuízo dos critérios complementares e dos critérios de delimitação negativa.

⁶ O art. 30º, n.º1 do CVM contém o elenco taxativo das entidades consideradas investidores profissionais, pelo que se retira *a contrario sensu* que investidores não profissionais serão as restantes entidades, sem prejuízo do disposto no n.º 4 do mesmo artigo, nos termos do qual a CMVM pode qualificar por

dirigida a um público, que embora circunscrito ao universo de acionistas da sociedade visada, não pode ser determinado; não obstante, ofertas dirigidas a destinatários com algum grau de determinação, considerar-se-ão ainda, e nos termos do 109.º/3 al. a), ofertas públicas.

Nas palavras de Raúl VENTURA⁷, a OPA, por definição, “dirige-se a um conjunto de pessoas caracterizadas por um elemento comum: serem titulares de valores mobiliários que o oferente pretende adquirir.”

Relativamente a este conceito de sociedade aberta, no CVM, o legislador concedeu-lhe novo protagonismo⁸, definindo-a como aquela cujo capital está aberto ao investimento do público.⁹

Relativamente ao objeto da OPA¹⁰, entende-se¹¹ que o CVM consagra um *princípio de liberdade do objeto* nesta matéria: a oferta pode ser lançada em relação a quaisquer valores mobiliários. Todavia, o seu processo e regulamentação estão estruturados para a aquisição de valores mobiliários relacionados com o domínio societário.

Assim se compreende o normativo mencionado, que lista um conjunto de preceitos que não se aplicam a OPA que seja indiferente ao controlo da sociedade, nomeadamente os relativos a anúncio preliminar, deveres de informação sobre transações, deveres do emitente, oferta concorrente e OPA obrigatória. *A contrario sensu* se retira do mesmo preceito que são ofertas com interferência no controlo societário aquelas que versem sobre ações ou valores mobiliários cujo conteúdo confira o direito à sua subscrição ou aquisição; nomeadamente ações com direito de voto, pois é através do exercício deste direito que (assumindo o sucesso da OPA), o oferente irá dominar a sociedade.¹²

Podendo, como é manifesto, a OPA surgir sob a veste de diversas modalidades (de acordo com o objetivo visado, obrigatoriedade, objeto, valores mobiliários visados, etc.) consideramos relevante dedicar assim o presente estudo àquelas que interfiram na estrutura de controlo da sociedade, por serem dirigidas a ações e/ou a valores mobiliários que permitam a sua aquisição e subscrição, e particularmente à OPA hostil, cuja definição

regulamento outras entidades como investidores profissionais, e das normas sobre categorização dos investidores, artigos 317.º e ss. do CVM.

⁷ (VENTURA, 1992: p. 118).

⁸ (CÂMARA, 2011: p. 495).

⁹ Para maiores desenvolvimentos sobre as sociedades abertas e o seu regime v. (GOMES 2018: pp. 26 e ss), e art. 13º do CVM.

¹⁰ Nos termos do art. 173º, n.º 3 do CVM.

¹¹ (CÂMARA, 2016: p. 596).

¹² Para desenvolvimentos sobre os mecanismos de controlo endo-societários, e extra-societários, cuja exploração não cabe no presente estudo, v. (ANTUNES, 2002: pp. 469 ss).

se faz em contraposição com a de OPA amigável, na qual existe acordo ou convivência dos acionistas de controlo da sociedade visada (destinatários).

2. Hostilidade

Uma oferta pública de aquisição hostil é aquela que é lançada para obtenção do domínio, sem o acordo dos administradores, e possivelmente dos acionistas de controlo (que não são necessariamente maioritários), da sociedade visada. É nela, assim, latente a conflitualidade entre o oferente e o OA. É relevante notar que, sendo a OPA por natureza destinada à aquisição de ações no mercado secundário, ela permite adquirir o controlo sobre a sociedade sem necessidade de consentimento da administração, ao contrário do que sucede noutras formas de concentração empresarial, nomeadamente na fusão,^{13 14} o que traduz a intenção de obter o acesso direto aos ativos da sociedade, ao invés de um acesso indireto.¹⁵ A OPA coloca, assim, em destaque os interesses dos acionistas da sociedade visada, não sendo intermediada necessariamente pelo OA, tendo este, por conseguinte, e nas palavras de BRITO PEREIRA,¹⁶ “um papel meramente instrumental”. Trata-se, pois, de hostilidade em face dos titulares do órgão de administração da sociedade visada, e não dos titulares dos valores mobiliários objeto da oferta. Nas palavras de CORDEIRO¹⁷, “uma OPA, quando lançada, é dirigida aos acionistas daquela sociedade, traduzindo-se numa proposta atraente. Já na perspetiva da administração da sociedade visada, aí sim, poder-se-á esta sentir atingida, dado que o sucesso da oferta resultará, em princípio, na sua substituição.” Todavia, e como sublinha este autor, os verdadeiros *titulares* da sociedade não são os seus administradores, mas os seus acionistas. Certo é que, em teoria, a oferta é dirigida a todos os acionistas da sociedade. No entanto, os acionistas de controlo são os responsáveis pela manutenção do OA em funções, pelo que estes também podem resultar hostilizados pela oferta, em contraste com os restantes. Em virtude dos conflitos de interesses potencialmente originados por esta modalidade de ofertas, o legislador criou as limitações à atuação da sociedade visada durante a pendência do período da oferta¹⁸, cujo aprofundamento faremos *infra*.

¹³ Vide arts. 98º, n.º 1, 406º, m) e 431º, n.º 3 do CSC.

¹⁴ Como salienta (GUINÉ, 2009: p. 21).

¹⁵ Nas palavras de (CORDEIRO, 1997: p. 134), “a ideia de “hostilidade” de uma tomada joga com a contraposição entre o relevo económico de uma sociedade enquanto ente produtivo - e, máxime, enquanto empresa - e o relevo financeiro das suas participações.”

¹⁶ (BRITO PEREIRA, 2001: p. 178).

¹⁷ (CORDEIRO, 1997: p. 767).

¹⁸ Vide artigos 181º e 182º do CVM.

A definição de OPA hostil é feita em contraposição com a definição de OPA amigável. Nesta última, podemos falar em concordância por parte do OA da empresa alvo¹⁹, enquanto que na OPA hostil há ausência de acordo entre os intervenientes; isto tem como consequência uma subida na cotação das ações da empresa alvo de OPA, sobretudo na hostil. É, no entanto, na prática, frequentemente difícil distinguir entre oferta hostil ou amigável, uma vez que os anúncios públicos de tentativa de aquisição fazem parte das estratégias de negociação, tornando o problema da citada distinção uma questão complexa. A OPA pode ser considerada hostil sempre que a oferta implique a transferência do controlo da sociedade visada, a forma consista numa oferta pública e não exista o acordo da estrutura de acionista de controlo, *ergo* da Administração. Nas palavras de CORDEIRO²⁰ “O relevo financeiro das participações sociais confere às sociedades uma interessante via de financiamento: o recurso ao mercado de capitais.”

É importante notar que o legislador não atribui nenhuma espécie de relevo ou eficácia jurídicos à hostilidade da oferta, não resultando aquela distinção de nenhuma norma, e sendo o regime aplicável tanto em OPA amigável como hostil. Manifesto é, no entanto, como tem vindo a ser afirmado, que a OPA hostil origina os problemas de agência e conflito de interesses que dominam o debate neste tema, e que relevam para o presente trabalho.

Esta expressão caracterizadora da OPA como hostil (longe de ser consensual na doutrina)²¹, visa, fazendo nossas as palavras de TEIXEIRA GARCIA²² “assacar uma carga negativa a um tipo de oferta que é perfeitamente natural”.

No mesmo sentido, CADILHE²³ defende que nas OPA de ações cotadas não existe verdadeiramente hostilidade, antes do limiar de 90% dos direitos de voto²⁴, em contraste com o regime da aquisição tendente ao domínio total, do artigo 490.º do CSC, para o qual este autor defende a existência de um prémio especial de hostilidade coativa.²⁵ Salvaguardadas as devidas diferenças entre regimes, o autor observa que o prémio

¹⁹ E, por inerência, de concordância entre os acionistas de controlo e os oferentes.

²⁰ (CORDEIRO, 1997: p. 134).

²¹ (GARCIA, 1995: pp. 84- 85), refere as designações ‘OPA contestada’, e ‘OPAs selvagens’.

²² (GARCIA, 1995: p. 84, nota 190).

²³ (CADILHE, 2014: p.6).

²⁴ Art. 194.º e ss CVM, sobre aquisição potestativa.

²⁵ Para maiores desenvolvimentos, v. (CADILHE, 2014: p.3 e ss).

habitualmente praticado nas OPA é incidente sobre o preço de mercado, sendo equivalente a um modo de “convencimento dos outros acionistas”²⁶. Nesta senda, afirmamos que a característica da hostilidade, além de controversa na doutrina, é discutível no âmbito de ofertas dirigidas ao público, em sede de mercados regulamentados. Nas palavras do anterior Presidente da CMVM, “As OPA são operações normais e transparentes. (...) Não há nada de hostil para os acionistas: é uma oferta que eles aceitam ou não.”²⁷

3. OPA e controlo societário

A finalidade primordial de uma oferta desta natureza será o *takeover* da sociedade, a conquista do controlo, e consubstanciará sempre uma proposta atrativa para os acionistas, por forma a garantir o seu sucesso. Fundado em critérios de racionalidade económico-financeira, este meio de realização de operações de reestruturação empresarial reflete os propósitos de assegurar a transparência do mercado e a igualdade de tratamento dos acionistas destinatários, objetivos que podem ser imputados aos oferentes, e que o legislador fez seus ao regular esta matéria.

Constitui potencialmente uma ameaça para o OA em funções, mantido por um grupo de acionistas de controlo: como tem vindo a ser destacado, numa OPA hostil está em causa a transferência do controlo da sociedade alvo, não existindo acordo da respetiva administração²⁸.

Partindo do pressuposto da separação entre propriedade e controlo, o mercado de controlo societário exerce, através da OPA, um duplo efeito positivo: proporciona uma valorização das ações no mercado, e pune as administrações ineficientes. A OPA relaciona o valor de mercado das ações de uma sociedade com o valor do seu ativo. Um OA cuja atuação não se pautar pela maximização do retorno aos acionistas irá verificar que isto se reflete na descida do preço das ações. Caindo o valor de mercado em relação ao valor do ativo

²⁶ (CADILHE, 2014: p.6).

²⁷ (CARLOS TAVARES, in Diário Económico 2007 08 13), *apud* (CADILHE, 2014: p.7).

²⁸ Com (FRAGOSO 2005 pp. 11-12), salientamos que a ideia da hostilidade da OPA é um ponto de vista que não é o dos titulares dos valores mobiliários destinatários, dado que representa uma proposta aprazível, por lhes permitir realizar uma mais-valia. Pelo contrário, só o poderá ser do ponto de vista dos órgãos de administração da sociedade visada, cujo cargo pode estar ameaçado e que não deram o seu acordo.

líquido, torna-se fácil e vantajoso para um terceiro (exterior à sociedade) adquirir as mencionadas ações, e através delas, o controlo da sociedade. Afirmamos assim, com MARTIN, que “*it is generally presumed that firms that are performing poorly are more likely to be the target of a disciplinary takeover than are firms that are performing well.*”

29

É a chamada “Wall Street Rule”³⁰: a vulnerabilidade a oferta de aquisição é maior em sociedades em que o desempenho do OA tenha conduzido a uma desvalorização dos preços das ações no mercado. E, com a OPA, fica aberta a possibilidade de substituição dos membros do OA, com vista a otimizar os resultados da sociedade.

A OPA hostil funciona assim como forma de incrementar a *performance* dos responsáveis pela gestão da sociedade, na medida em que os acionistas terão por esta via uma oportunidade de censurar a sua atuação: a constante ameaça de aquisição hostil terá como consequências a adoção de uma política de informação mais aberta, e um incentivo a uma maior distribuição de lucros.

Podemos afirmar, destarte, que a OPA constitui um importante mecanismo de *corporate governance*³¹, com um muito relevante papel disciplinador dos administradores, e protetor dos interesses dos acionistas (no alinhamento dos interesses de ambos). Autores como MARTIN³² fazem inclusive uma distinção primordial entre as *disciplinary takeovers* e as restantes, apelidadas de *undisciplinary takeovers*, sendo que como afirma este autor, “*a takeover is classified as disciplinary if there is turnover of the top manager of the target firm shortly after the takeover*”. Temos, no entanto, que ter em conta que este mecanismo pode constituir fonte de outros problemas de agência, sacrificando os resultados de médio-longo prazo, com prejuízo para os acionistas, devendo sobretudo prevalecer uma ideia de complementaridade e equilíbrio entre os mecanismos de governo societário.³³

Não sendo de todo a alteração na dinâmica do controlo societário um requisito essencial para o preenchimento do conceito de OPA, é no entanto um dos fatores primordialmente considerados em toda a regulação nacional e europeia desta figura.

²⁹ (MARTIN, 1991: p. 674).

³⁰ (CÂMARA, 2016: pp. 598-599).

³¹ (CUNHA VAZ, 2013: pp. 107 -115).

³² (MARTIN, 1991: p. 674).

³³ Sobre o sacrifício de resultados a longo prazo e da visão apelidada de *short-termism* dos conselhos de administração, vide ROE, Mark J. (2013), *Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom*, in *The Business Lawyer*, Vol. 68, No 4, American Bar Association e CREMERS, M. *et ali*, (2017), *Staggered Boards and Long-Term Firm Value, Revisited*, in *Journal of Financial Economics*.

4. Conflitos de interesses

Inerente ao lançamento de OPA, sobretudo hostil, podem surgir uma série de problemas de agência e conflitos de interesses no seio da orgânica societária. Por esse motivo, a regulação da OPA é em grande parte orientada para a mitigação de tais conflitos.

Destaca-se, *ab initio*, o já mencionado conflito mais latente em toda a dinâmica societária, que se prende com a distância entre propriedade e controlo (entre *principals* e *managers*), presente em toda a vida da sociedade e que se agrava com o lançamento de OPA. De um lado os acionistas destinatários da oferta, que enquanto investidores estarão interessados em realizar uma mais-valia através da alienação das suas ações a um preço (provavelmente)³⁴ superior ao valor de mercado (e portanto interessados na obtenção de toda a informação relativa à oferta). Do outro lado os membros do OA, legalmente vinculados à prossecução do interesse social³⁵, mas interessados na manutenção dos seus cargos. Como afirma CÂMARA³⁶, em caso de ocorrência de OPA, “os membros dos órgãos de administração da sociedade visada encontram-se numa situação de potencial grave conflito de interesses”. Só por si, este conflito justifica a consagração do *dever de não frustração da OPA*.

Recordamos, como já salientado em I.2, que a dicotomia deste conflito pode não se traçar de forma tão linear, separando os interesses entre OA e acionistas. No panorama empresarial da Europa Continental, e em particular no contexto português, desenhado pelas regras do CSC, podemos afirmar em consonância com a realidade prática que os conflitos de agência surgem também entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Um acionista ou conjunto de acionistas pode facilmente exercer domínio sobre a administração da sociedade, e controlar o conteúdo decisório que emerge da AG, sem deter uma percentagem maioritária do capital daquela. Basta que tenha uma percentagem elevada de direitos de voto, estando o resto muito disperso por pequenos investidores (em *free float*), acionistas detentores de participações dispersas que no seu

³⁴ Mas não necessariamente: nada obsta a que seja lançada OPA por valor inferior ao da cotação bolsista dos valores mobiliários objeto, estando a oferta nesse caso, em princípio, e segundo os termos das leis do mercado, nas palavras de (FRAGOSO, 2005: p. 11, nota 14) “votada ao fracasso”: a mola impulsionadora de qualquer investidor é a obtenção de mais-valias através da alienação dos seus valores mobiliários.

³⁵ Vide art. 64º, n.º 1 CSC.

³⁶ (CÂMARA, 2011: pp. 613 e ss).

conjunto podem até conformar a maioria do capital social, mas que individualmente não lhes conferem poder decisório (e decisivo) nas deliberações em AG.

Durante o período da oferta, este conflito está na origem de várias regras relativas a maiorias deliberativas especiais.³⁷

Neste quadro, o conflito é suscetível de contrapor os interesses do OA – alinhados com os interesses dos acionistas de controlo – e os interesses dos restantes acionistas. A divergência entre propriedade e controlo, tradicionalmente apontada como a principal origem dos *agency costs*, pode verificar-se não apenas entre acionistas e administradores, mas também dentro da própria estrutura acionista, de acordo com a dispersão do capital social e dos direitos de voto.

Após a OPA, parte dos acionistas que permaneceram na sociedade visada podem ter interesse no desinvestimento por não estarem de acordo com o novo acionista de controlo (oferente), relativamente a deliberações tomadas em AG: por esta razão foi no CVM consagrada a obrigação de lançamento de OPA.³⁸ Inversamente, o novo acionista maioritário pode estar interessado em exercer os seus poderes sem interferência dos interesses dos minoritários, também pretendendo colher o proveito total do seu investimento na sociedade visada, tendo assim levado o legislador a consagrar o regime da aquisição potestativa de ações.

Note-se que o oferente é um relevante *stakeholder*, inclusive aquele com mais influência na regulação legislativa da figura da OPA: os seus interesses encontram-se tutelados em várias previsões do CVM, sendo disso exemplo o facto do dever de não frustração fazer menção expressa aos objetivos do oferente para efeitos de limitação dos poderes do OA da sociedade visada.

5. Sociedade Aberta

5.1 Qualificação

³⁷ Cf. Art. 182.º CVM, n.ºs 1 a 7.

³⁸ Sobre o regime da OPA obrigatória, que aqui não analisaremos, vide BRITO PEREIRA, J. (1998) *A OPA obrigatória*, Almedina, FALCÃO, J. P. Menezes (2001) *A opa obrigatória- Fundamentos sobre o Regime no Novo Código dos Valores Mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra Editora, OLIVEIRA, A. Perestrelo de (2012) *A OPA obrigatória e controlo indireto*, in *Revista de Direito das Sociedades*, n.º 3, FERREIRA DE ALMEIDA, C. (2013) *A OPA obrigatória no Direito Português*, in *Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários*.

A legislação societária e dos valores mobiliários trouxe um novo protagonismo³⁹ às sociedades com capital aberto ao investimento público. Frequentemente mencionadas no CVM, a mais relevante menção para o âmbito do presente estudo é a delimitação do conceito de Oferta Pública.⁴⁰

Tendo em conta que o presente trabalho versa sobre um aspeto específico do regime das OPA, e que estas apenas podem ser dirigidas aos acionistas de sociedades abertas, é relevante compreender, ainda que brevemente, esta figura e os potenciais conflitos de interesses que pode originar.

A qualificação como sociedade aberta depende da verificação dos requisitos do artigo 13.º do CVM. Sociedades abertas são, nestes termos, sociedades cujo capital está aberto ao investimento público. Esta abertura ao investimento público resulta essencialmente de uma das seguintes operações⁴¹:

- i. Oferta pública (de subscrição, venda ou troca) de valores mobiliários representativos do capital social; ou
- ii. Admissão dos mesmos valores mobiliários à negociação em mercado regulamentado.

Note-se que, no entanto, e como sublinham FERREIRA GOMES E COSTA GONÇALVES⁴², o artigo 13.º nunca poderia de *per si* ser qualificado como norma de aplicação imediata, tratando-se antes de uma norma incompleta: dela não resulta nenhuma norma de conduta, é apenas de qualificação. O cumprimento do preceituado nesta norma é pressuposto da aplicação de normas de conduta previstas noutras disposições. O artigo 13.º do CVM não impõe diretamente um regime ou obrigação de conduta às sociedades que, no seu âmbito, se qualifiquem como sociedades abertas. Isto é, a qualificação de sociedade aberta não é um fim em si mesmo, constitui pressuposto de aplicação do regime que lhes é aplicável. Destaca-se que o denominador comum dos principais factos qualificadores elencados no artigo 13.º prende-se com a (potencial) dispersão do capital da sociedade, aspeto que se solidifica como critério para esta definição de sociedade aberta quando analisamos as condições de perda deste estatuto: o artigo 27.º do CVM faz depender esta perda da concentração da titularidade de 90% do capital numa só entidade ou acionista, ou da deliberação formada por 90% dos direitos de voto. É assim bastante claro que a

³⁹ Nas palavras de (CÂMARA, 2011: p. 495 e ss).

⁴⁰ Artigo 109.º, n.º 3 a) do CVM.

⁴¹ (FERREIRA GOMES e COSTA GONÇALVES, 2018: pp. 26 e ss).

⁴² (FERREIRA GOMES e COSTA GONÇALVES, 2018: pp. 34 e ss).

concentração ou dispersão acionista são conceitos instrumentais da qualificação da sociedade aberta, sendo também conceitos-chave no estudo do vasto elenco dos potenciais conflitos de interesse de que as sociedades abertas são palco.

5.2 Conflitos de Interesses

Esta dispersão do capital acionista potencia a expansão dos chamados *agency costs*: o conflito da separação entre propriedade e controlo.

A separação entre propriedade e gestão societária resultou essencialmente da larga dispersão do capital das grandes sociedades admitidas à negociação em mercado organizado, e de uma crescente especialização das tarefas de gestão; hoje em dia os administradores dispõem de uma enorme discricionariedade de atuação no exercício da sua tarefa de gestão da sociedade.⁴³ Isto contribui para um maior distanciamento entre acionistas e OA, os primeiros mais distantes da realidade empresarial e societária, e o segundo mais profissionalizado.

Esta contraposição é apontada como fundadora da moderna análise do governo societário, e em particular como instigadora de uma importante reflexão sobre a posição jurídica dos titulares dos OA.⁴⁴ Aqui mais evidentes do que em qualquer outra realidade societária, as sociedades abertas (sociedades anónimas por natureza) são palco preferencial para o desenvolvimento destes conflitos de interesses, principalmente quando a grande maioria dos acionistas não é conhecida e não participa nas decisões da vida societária.

A massificação do mercado de capitais, muito associada à dispersão do capital nas grandes sociedades, torna necessária a distinção entre investidores profissionais e não profissionais, cisão que gera também o problema das assimetrias de informação entre entidades emitentes e investidores: os investidores profissionais irão sempre conhecer melhor a realidade empresarial dos emitentes, que está por detrás dos valores mobiliários emitidos.

O enorme afastamento da maior parte dos acionistas das decisões da vida societária e a crescente profissionalização dos titulares dos órgãos de administração são consequências diretas da cada vez maior complexidade inerente à administração das grandes sociedades. Esta cisão origina os já mencionados⁴⁵ conflitos de agência. A circunstância de o risco do

⁴³ Cf. (CUNHA VAZ, 2013: pp. 48 e ss).

⁴⁴ Cf. (CÂMARA, 2001: ponto II), (COUTINHO DE ABREU, 2010) e (OLAVO CUNHA, 2019, pp. 545 a 912).

⁴⁵ Em I. 4. do presente trabalho.

capital ser corrido apenas pelos acionistas (e não pelos administradores) também potencia este tipo de conflito. Este é o fundamental problema do *corporate governance*, que pretende assegurar que a sociedade seja dirigida e controlada no interesse dos acionistas ou dos *stakeholders*, providenciando, para esse fim, que estes tenham acesso a toda a informação relevante, e que possam exercer influência e controlo na gestão diária da sociedade, através de regras de *governance* internas, e de mecanismos de controlo externo.

Com efeito, o desalinhamento de interesses a que nos referimos só é possível com a existência de grandes clivagens e assimetrias de informação entre os administradores e os acionistas, resultantes da já referida forte dispersão do capital; também em sociedades com o capital concentrado, no entanto, isto se verifica, pois um acionista significativamente melhor informado tende a exercer um controlo mais eficaz do que os acionistas minoritários, menos informado e mais distantes. Estas assimetrias de informação mostram que a informação proporcionada pelas sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado ao próprio mercado e aos seus acionistas pode ser insuficiente. Nas sociedades com capital disperso, os acionistas podem não estar em condições de controlar de perto a gestão societária, as estratégias e a *performance* do OA. O mesmo tende a verificar-se nas sociedades controladas por acionistas majoritários, controladores da administração, cujos interesses conflituam diretamente com os minoritários, que podem ver-se desprovidos de informação adequada, cabendo por sua vez aos administradores independentes acautelar os interesses destes acionistas. Afirmamos, assim, com CUNHA VAZ ⁴⁶, que “a arte do governo societário reside em alcançar o equilíbrio certo entre os relevantes interesses envolvidos, em minimizar os conflitos de interesses e em salvaguardar os interesses da sociedade.”

A elevada dispersão do capital origina outro conflito de interesses muito comum neste tipo de sociedades, que se prende com a facilidade de aquisição de controlo, de *takeover* externa e potencialmente hostil, através da aquisição de uma baixa representação no capital. Assim, a abertura das sociedades ao investimento público torna-as, tendencialmente, mais vulneráveis às alterações de controlo, tendo, neste âmbito, a regulação das ofertas públicas um papel primordial.

⁴⁶ (CUNHA VAZ, 2013: p.53)

Por estas razões, a qualificação da sociedade como aberta implica várias especificidades de regime⁴⁷. Neste contexto da regulação de interesses conflitantes no âmbito das sociedades abertas, de disparidades de informação no mercado e de cisão entre propriedade e controlo, surge a regra de não frustração.

⁴⁷ Não cabe no presente estudo a exploração destes conceitos e do seu regime. Para maiores desenvolvimentos, ver FERREIRA GOMES e COSTA GONÇALVES, 2018 ; CÂMARA (2011) ob. cit.; PEREIRA DE ALMEIDA, (2013) ob. cit.

II. A conduta da Administração da Sociedade Visada

1. Escopo e Motivações

A adoção de medidas anti-OPA pelo OA da sociedade visada pela oferta tem como escopo primordial dificultar ou impedir o sucesso desta. São comumente designadas por medidas subjetivas, ou defensivas *stricto sensu*.⁴⁸ Pode ser também, no entanto, motivação do OA prosseguir uma estratégia previamente definida para a sociedade, não obstante essa atuação acabar por surtir um efeito anti-OPA. São designadas por GUINÉ como medidas *objetivamente* defensivas, ou objetivas. Temos, naquelas, uma atuação objetivamente frustradora da oferta, e subjetivamente pretendida como tal, e nestas, temos somente uma atuação objetivamente anti-OPA. Também MENEZES LEITÃO⁴⁹ distingue entre várias espécies de medidas defensivas, segundo a tradicional distinção entre medidas defensivas preventivas, e medidas defensivas realizadas no decurso da OPA. No âmbito das medidas defensivas preventivas, e nos termos da diferenciação feita por MENEZES CORDEIRO⁵⁰, podem distinguir-se entre medidas organizatórias, limitações ao direito de voto, esquemas financeiros, e controlo sobre as ações. As medidas organizatórias envolvem o estabelecimento de uma estrutura organizativa da sociedade que a torne pouco vulnerável a mudanças no paradigma de controlo acionista.⁵¹ As limitações ao direito de voto, quer estejam relacionadas com o número máximo de votos que cada acionista pode deter, com a suspensão temporária destes direitos, ou com a existência de diferentes classes de votos, mostram ser bastante eficazes na separação entre a detenção do capital e o controlo efetivo do sentido decisório da sociedade, o que afasta significativamente as intenções de *takeover* externo, sempre que este se destine à aquisição do controlo. As medidas financeiras, intimamente relacionadas com a determinação estatutária de que os direitos a dividendos sejam atribuídos apenas após um determinado período de tempo de permanência das ações na esfera de titularidade do acionista, facilmente levam a que a aquisição do controlo não seja mais vista como uma forma de obtenção de lucros rápidos. Já o controlo sobre as ações que compõem o capital social, quer sob a forma de *poison pills*, quer sob a forma de estabelecimento de restrições

⁴⁸ (GUINÉ 2009: p.23).

⁴⁹ (MENEZES LEITÃO, 2006: pp.61 a 65).

⁵⁰ (MENEZES CORDEIRO, 1994: pp.761 a 777).

⁵¹ De que são exemplos a institucionalização em permanência da administração, sendo substituída de forma rotativa, para evitar que os potenciais adquirentes substituam a administração existente, e a repartição dos lugares nos órgãos sociais pelos acionistas a partir de certo limite.

à transmissão de ações, podem também ser orientadas para efetuar a já referida cisão entre aquisição de capital e controlo efetivo sobre a sociedade, que constitui um forte desincentivo a uma eventual tomada de controlo externo.

Para o enquadramento relevante neste estudo, e uma vez que nos referimos à proibição legislativa do OA ativamente tomar medidas que *visem* frustrar o objetivo da oferta, resulta claro que relevam sobremaneira as condutas defensivas subjetivas, e as medidas defensivas realizadas no decurso da oferta.

Quando falamos em medidas defensivas com o objetivo de frustrar a OPA, podemos distinguir situações em que a atuação do OA tem principalmente impacto na obtenção do domínio sobre a sociedade, ou antes na gestão dos principais ativos sociais que estarão potencialmente na mira do oferente. Como referido *supra*, o objeto imediato da OPA são as ações da sociedade, mas o objetivo último do oferente será sempre o controlo. Objetivo que será motivado pelo facto de a sociedade deter no seu património ativos que o oferente poderá pretender controlar. É assim possível, neste âmbito, distinguir entre medidas defensivas diretas, que atingem diretamente o ativo visado, e indiretas, que afetam o processo para atingir o domínio sobre a sociedade.

2. Efeitos das Medidas Defensivas

São apontados pela doutrina⁵² dois principais grupos de efeitos económicos que recaem sobre as sociedades que adotam medidas defensivas relativamente a ofertas públicas de aquisição: i) efeitos no preço (*Premium Effect*) e ii) efeitos na disciplina (*Disciplinary Effect*). O efeito no preço traduz-se na consideração de que o custo final da oferta tem tendência a subir quando as empresas tomam medidas defensivas, e conseqüentemente os investidores dirigem ofertas a sociedades que não tomaram quaisquer medidas defensivas. Já o efeito de disciplina está intimamente relacionado com o já apontado pela doutrina portuguesa⁵³ e estrangeira⁵⁴ efeito disciplinador das OPA enquanto instrumento de *corporate governance*, de disciplina dos OA. Inversamente, as medidas defensivas provocam um efeito de menor constrangimento do OA das sociedades que as adotam. É substancialmente menor a probabilidade de virem a ser responsabilizados pelos

⁵² (MENEZES LEITÃO, 2006: pp.65 e ss).

⁵³ (CUNHA VAZ, 2013: pp.107 e ss).

⁵⁴ (MARTIN, 1991: pp. 672 e ss).

acionistas, e indiretamente pelo mercado, por uma administração menos eficaz e menos disposta a correr riscos.

É destarte manifesto que, como afirma MENEZES LEITÃO⁵⁵, “as medidas defensivas, mesmo que não assegurem o fracasso de uma oferta pública de aquisição, funcionam como elementos estruturantes de um processo que permite à administração da sociedade visada obter melhores condições de venda para os acionistas.”

3. Conduitas anti-OPA

As medidas defensivas contra OPA podem ser enquadradas em diversas categorias, cuja divisão depende essencialmente do caso concreto. Uma das mais patentes bifurcações na classificação de condutas frustrantes de OPA reside no critério temporal, consoante sejam tomadas e os respetivos efeitos se produzam antes ou depois do anúncio do lançamento. Distinguem-se assim, como já mencionado *supra* em II.1., as medidas preventivas das medidas reativas (defensivas na verdadeira aceção do termo).

Não cabe no presente estudo uma enunciação e exploração exaustiva das tipologias e categorizações de condutas anti-OPA, pelo que enunciaremos apenas as mais comuns e relevantes.

3.1 Golden parachutes

Um dos principais e mais recorrentemente verificados grupos de casos prende-se com a previsão de avultadas compensações em caso de cessação do vínculo entre a sociedade e o seu capital humano, mormente membros dos OA e de fiscalização, por iniciativa da primeira.⁵⁶ Apelidados de *golden parachutes* pela literatura norte americana, visam sobretudo administradores e altos quadros da sociedade, e são particularmente eficazes como medida defensiva no caso de o oferente ter como pretensão a substituição do OA, ou efetuar alterações significativas na sua estrutura. Para isso, terá de fazer cessar o vínculo contratual entre a sociedade e os gestores, hipótese que se torna substancialmente mais onerosa com a consagração destas cláusulas.

⁵⁵ (MENEZES LEITÃO, 2007: p. 66).

⁵⁶ (GUINÉ, 2009: pp.31 e ss).

A fixação da remuneração dos administradores é da competência da AG, do Conselho Geral e de Supervisão⁵⁷, ou de uma comissão especial de um destes órgãos⁵⁸, e nesta fixação inclui-se a previsão de montantes compensatórios por cessação do mandato de administração antecipadamente, e por iniciativa da própria sociedade.⁵⁹

Estas cláusulas são fortes desincentivos a tomadas de controlo, que têm habitualmente como primeira ordem de atuação a substituição do OA em funções. É de sobremaneira importante lembrar que estas previsões estatutárias são admissíveis à luz da lei portuguesa, segundo a doutrina maioritária e dominante.⁶⁰ A previsão de *golden parachutes* nos estatutos da sociedade é uma medida defensiva com carácter manifestamente preventivo, não sendo possível haver alterações estatutárias após o conhecimento do lançamento de uma oferta.

3.2 Distribuição de bens aos sócios

Frequentemente mencionada na literatura como medida defensiva, e de manifesta simplicidade, é a distribuição extraordinária de bens aos sócios, nomeadamente dividendos. Atendendo ao CSC⁶¹, no que toca a distribuição extraordinária de dividendos, o OA pode essencialmente propor à AG um montante consideravelmente superior ao habitualmente distribuído. Conjuntamente, caso os estatutos societários o prevejam, e o órgão de fiscalização o permita, pode o Conselho de Administração deliberar também distribuir um dividendo intercalar.⁶²

À parte os dividendos, podem também ser distribuídos aos acionistas outros bens, não qualificáveis como lucros do exercício, estando esta distribuição evidentemente sujeita ao artigo 31.º e seguintes do CSC, pelo que também aqui o OA pode apenas propor a sua distribuição ao conjunto dos acionistas.⁶³ Esta medida tem maioritariamente carácter defensivo preventivo, podendo também ser considerada reativa, quando efetuada já no período da oferta.

⁵⁷ No caso de sociedades anónimas com estrutura organizativa de tipo germânico, também designado de dualista.

⁵⁸ Cf. Arts. 399.º, n.º1 e 429.º do CSC.

⁵⁹ Excluindo-se os casos de cessação por justa causa, cuja explanação, exploração e estudo também não compete proceder no âmbito do presente estudo.

⁶⁰ Neste sentido, (TEIXEIRA GARCIA, 1995: p. 294). Em sentido contrário, (VENTURA, 1992: pp.314 a 315).

⁶¹ Cf. Arts. 31.º, n.º 1 e 294.º, n.º1 do CSC.

⁶² Nos termos do art. 297.º do CSC.

⁶³ (GUINÉ, 2009: p. 34).

3.3 Alienação das Crown Jewels

Conhecida como a alienação das *crown jewels* (jóias da coroa), uma outra medida defensiva reativa comum consiste numa operação sobre ativos próprios. Uma sociedade contará entre os seus ativos com estes bens que justificam o interesse do oferente, e que este visa com a oferta. A sociedade visada frustra assim a OPA através da alienação dos mesmos. No entanto, e não obstante a possibilidade destes dois valores coincidirem, a importância deste ativo não depende do seu papel para a sociedade visada em si, mas o seu valor (que pode ser explorado defensivamente) está dependente da importância que assume na decisão de lançamento da oferta. Deparamo-nos assim com dois cenários diversos: por um lado, os ativos em questão assumem grande importância tanto para a sociedade visada como para a oferente, cenário em que uma defesa deste tipo prejudicará não apenas o interesse daquela, mas também a própria sociedade alvo, pois visa a alienação de ativos determinantes na prossecução do objeto social. Ou, por outro lado, a qualidade de *crown jewel* deste ativo decorre apenas da importância que desempenha para os objetivos do oferente, cenário em que a sociedade visada não obterá grandes prejuízos com a alienação deste ativo⁶⁴, sendo bem sucedida no objetivo de afastar a oferta. Saliente-se que, como iremos explorar *infra*, quando efetuada de forma reativa, e porque implica significativas alterações ao património social, esta medida é proibida pela *non-frustration rule*.

3.4 White Knight defense

Esta consubstancia outra forma de medida defensiva reativa, conhecida como *White Knight defense*, que assume a maior importância por ser a única admitida expressamente pela lei. Consiste na procura, pelo OA, ou por alguns dos acionistas, de ofertas alternativas, de modo a que o conjunto dos acionistas tenham outra escolha, para além de alienar as ações ao oferente, ou mante a participação social. Podem, nesta sede, por exemplo, procurar aliciar um parceiro para que lance uma OPA concorrente⁶⁵, no cenário mais paradigmático.

Algumas das razões apontadas para a admissibilidade legal desta medida prendem-se com a maximização, que a procura por ofertas concorrentes gera, do valor que os acionistas

⁶⁴ (GERNE-BEUERLE, KERSHAW e SOLINAS, 2011: p. 9).

⁶⁵ Cf. Art. 185.º CVM.

poderão retirar da realização do valor das suas participações. Corresponde também a um incentivo ao melhor desempenho do OA. Em suma, não deverá ser proibida porque a procura de oferta concorrente corresponde ao funcionamento do mercado de controlo societário: não frustra a oferta lançada em primeiro lugar, apenas acrescenta opções aos acionistas.

Nesta matéria, defende Frederico M. MUCCIARELLI⁶⁶ que nem sempre uma oferta concorrente será mais vantajosa para os acionistas, no sentido de que uma situação de OPA será sempre para os acionistas da sociedade visada uma questão de ação coletiva: terão que tomar uma decisão individual que influenciará o coletivo dos acionistas, e ao mesmo tempo, a sua situação também será influenciada pelas decisões dos demais. Existe, assim, na perspetiva deste autor, uma pressão para aceitar a oferta, mesmo que não acredite ser a proposta com maior valor, situação que se agrava com a existência de uma OPA concorrente.

3.5 Defesa Pac-man

A contra-OPA, também conhecida como “Pac-man⁶⁷ defense”, consiste no lançamento por parte da sociedade visada de uma contra-OPA sobre os valores mobiliários da sociedade oferente, ficando esta bastante condicionada na sua atuação, podendo necessitar de concentrar os seus esforços na defesa desta oferta, e de disponibilizar todos os seus meios financeiros para o efeito. Destarte, há uma inversão de papéis, passando a sociedade visada a ser oferente, e vice-versa. Sendo esta estratégia bem sucedida, a sociedade alvo torna-se sociedade adquirente daquela que a tentava adquirir de forma hostil. É necessário, no entanto, distinguir esta contra-OPA da OPA preventiva: esta última é lançada pelo oferente em antecipação de uma eventual oferta pública de aquisição, logo antes de esta existir. A contra-OPA é reativa, sendo lançada já no decurso da oferta.⁶⁸

É aqui pertinente recordar brevemente o regime das participações recíprocas, do CSC: conforme o artigo 485.º, a partir do momento em que as participações recíprocas atinjam um limiar de 10% do capital social da participada, a sociedade que mais tardiamente tenha

⁶⁶ (MUCCIARELLI: 2006, pp.3 a 5).

⁶⁷ Expressão inspirada no jogo de computador com o mesmo nome popularizado nos anos oitenta.

⁶⁸ (GUINÉ, 2009: p.38).

comunicado à outra a sua participação fica impedida de adquirir novas quotas ou ações da outra, sendo nulas quaisquer aquisições que faça em violação da proibição. Este regime pode condicionar a operacionalidade desta defesa caso as sociedades já sejam participantes no capital social uma da outra à data do lançamento da oferta.

Esta medida pode ser utilizada em conjugação com outras medidas defensivas, nomeadamente a *White Knight*, já aqui referida em 3.4, visando com a ajuda de um concorrente a aquisição da oferente.

CUNHA VAZ chama a atenção⁶⁹ para o facto de esta medida ser pouco popular na prática, sendo raramente utilizada. Segundo a doutrina⁷⁰, só é possível a sociedade visada socorrer-se de contra-OPA quando a própria sociedade oferente se encontra vulnerável a uma oferta, o que é manifestamente raro e improvável, caso contrário não se encontraria ela própria a lançar uma OPA. Por outro lado, a fraca popularidade desta medida pode justificar-se com o complexo esforço logístico que a mesma implica, bem como o recurso a elevados meios de disponibilidade financeira por parte da sociedade, necessários para levar a cabo esta operação. No entanto, como salienta CUNHA VAZ⁷¹, isto também é válido para qualquer outro tipo de medida defensiva, e ainda assim, uma defesa deste tipo carece da autorização dos acionistas em AG, uma vez que esta medida é manifestamente suscetível de cair no âmbito da *non-frustration rule*, tal como veremos *infra*.

⁶⁹ (CUNHA VAZ, 2013: pp.149 a 150).

⁷⁰ (MENEZES LEITÃO, 2007: p.65).

⁷¹ (CUNHA VAZ, 2013: pp.149 a 150).

III. A regra de não frustração

1. A norma do CVM e a Diretiva

Pretendemos com este trabalho visar, de entre as diferentes regras de *corporate governance*, uma destas regras de organização das sociedades: a limitação dos poderes da administração da sociedade visada no decurso de OPA, vulgarmente conhecida por regra de não frustração (*non-frustration rule*), ou dever de neutralidade (*board neutrality rule*). Esta regra estabelece que o órgão de administração⁷² da sociedade visada deve obter consentimento prévio dos seus acionistas para tomar medidas contra o sucesso da OPA, no decurso do período da oferta.⁷³

A Diretiva das OPA foi o produto de um processo longo de negociações entre Estados Membros e o Parlamento Europeu, culminando nas recomendações do relatório do grupo de alto nível de peritos em Direito Societário⁷⁴, tendo estas sido incorporadas na Diretiva, transposta para o ordenamento português pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 02 de Novembro.

A Diretiva manifesta, no seu considerando (16) a intenção legislativa de “evitar operações que possam comprometer o êxito de uma oferta”, e portanto devendo ser “limitados os poderes do órgão de administração de uma sociedade visada”.

Atente-se que a Diretiva faculta aos EM, no artigo 12.º, a possibilidade de *opting out*, desde que seja dada às sociedades com sede no seu território a possibilidade de opção por tal regime. Além das cláusulas de *opting out*, a Diretiva também permite aos EM a consagração de regimes alternativos, como indemnizações ou compensações. A Diretiva e o CVM visam nuclearmente os mesmos interesses e efeitos, ainda que com algumas diferenças, que urge harmonizar.⁷⁵

Como afirma CÂMARA⁷⁶, o legislador nacional adotou uma abordagem *a anteriori*, limitando os poderes do OA na prática de atos prejudiciais⁷⁷. O artigo 182.º do CVM comina assim a *non-frustration rule*, impondo a abstenção do OA relativamente à tomada de medidas que possam frustrar as finalidades da oferta, sem a autorização da AG, por

⁷² Ou, nas sociedades com sistema organizativo dualista, o conselho de administração executivo em articulação com o conselho geral de supervisão, cf. art. 182.º /7 CVM.

⁷³ (CUNHA VAZ, 2013: pp. 177-179).

⁷⁴ (SOARES DA SILVA, 2004: p.4 e ss).

⁷⁵ (GUINÉ, 2005: pp. 22 e ss).

⁷⁶ (CÂMARA, 2011: pp. 613 e ss).

⁷⁷ Em oposição à consagração de uma liberdade de atuação complementada com uma elevada sindicabilidade judicial *a posteriori* dos atos defensivos adotados.

forma a permitir aos acionistas uma apreciação livre do mérito da oferta, e a livre transmissão das suas ações. Isto não invalida que o OA emita um relatório com as suas opiniões sobre a oportunidade e condições da OPA, e procure ofertas concorrentes mais vantajosas para os acionistas.

Assim, entendemos, com CUNHA VAZ⁷⁸, ser mais adequada a expressão “dever de não frustração da oferta” do que “dever de neutralidade” ou de “passividade” da administração, na medida em que estas últimas, em bom rigor, não se verificam. O OA não está obrigado a uma atitude passiva, a um dever de *stand still* perante a oferta. Está impedido de praticar determinados atos que possam frustrar o êxito da OPA antes de a AG ter oportunidade de se pronunciar. Não está impedido de ser proativo na procura de ofertas concorrentes e na emissão de um juízo de mérito sobre a oferta, procurando demover os acionistas de a aceitar. Consagram, assim, tanto a Diretiva como a norma do CVM, o princípio da soberania acionista. Nas palavras de SOVERAL MARTINS⁷⁹, “o órgão de administração da sociedade visada pela OPA tem o dever de se comportar de forma leal.”

Por último, encontramos também a exceção de reciprocidade: não obstante o tipo de medida defensiva, e os conflitos de interesses subjacentes, a administração não está limitada na sua atuação quando o oferente não esteja também ele sujeito à *non-frustration rule*.

Destarte, a *ratio legis* aqui subjacente centra-se em impedir que o OA frustre a oferta através de atos excepcionais em prejuízo dos interesses dos acionistas, não descurando o necessário balanço entre sociedades sujeitas à *non-frustration rule* e as não sujeitas.

Afigura-se, assim, de grande importância encontrar um equilíbrio justo no que ao regime das medidas defensivas contra OPA diz respeito, para uma mais eficaz proteção dos interesses dos acionistas e das sociedades contra ofertas malignas ou puramente especulativas, mas permitindo igualmente o funcionamento livre e eficiente do mercado de controlo societário, e a manutenção do pressuposto de que os membros do OA respeitam os seus deveres fiduciários perante a sociedade e os seus acionistas.⁸⁰

⁷⁸ (CUNHA VAZ, 2013 *ob. cit.*, p. 179). Em sentido contrário, (SOVERAL MARTINS, 2018, Capítulo III, pontos 13 e seguintes), e (CÂMARA, 2011: p. 613).

⁷⁹ (SOVERAL MARTINS, 2018: p. 215).

⁸⁰ (CUNHA VAZ, 2013: p.159).

2. A *non-frustration rule* e a sua razão de ser

A regra de não frustração, que foi já também apelidada de *Board Neutrality Rule*⁸¹ no contexto da análise da Diretiva das OPA, consiste na proibição de o OA de uma *target company* tomar qualquer atitude ou praticar atos que possam resultar na frustração da oferta, sem antes obter aprovação dos acionistas⁸². Pode parecer relativamente óbvio que uma regra proibitiva do OA da sociedade visada de a defender de uma oferta tenha como efeito facilitar e promover as OPA e as tomadas de controlo empresarial no mercado, de forma mais livre e transparente. No entanto, existem autores que consideram existir um conjunto significativo de argumentos, subdivididos em dois grupos, em como a *non-frustration rule* e a sua consagração legal, quer a nível comunitário, quer a nível nacional, é pouco importante ou até trivial.⁸³ São estes dois grandes grupos os apelidados “Argumentos da Redundância”, e os “*Shareholder structure arguments*”.

Segundo os primeiros, e com KERNSHAW⁸⁴, a regra de não frustração nada acrescenta de relevante ou pertinente às já existentes regras legais que consubstanciam os deveres dos membros dos OA das sociedades (em Portugal plasmadas no artigo 64.º do CSC) e que os vinculam a uma atuação em conformidade com os interesses sociais⁸⁵. Constitui este o seu dever de lealdade. Segundo estes autores, o *duty of loyalty* já encerra em si mesmo, na maioria dos EM, uma obrigação de *board discretion* face a uma OPA, ou pelo menos uma obrigação de obter aprovação prévia dos acionistas. Assinalam autores como DAVIES, SCHUSTER e DE GHELCKE, no entanto, que o argumento da redundância não prevalece, uma vez que apesar de este dever de lealdade se dirigir à defesa dos interesses da *sociedade*, e não dos acionistas individualmente considerados, isto pode ainda assim não ser eficaz o suficiente no sentido de coagir o OA a não frustrar os interesses da OPA. Isto prende-se com o elevado grau de subjetivismo na consideração daquilo que compreende o interesse da sociedade, e consequentemente, naquilo que configura uma atuação conforme ao dever de lealdade por parte do OA.⁸⁶ Adicionalmente, não é líquido que as consagrações legislativas dos deveres gerais dos administradores sejam suficientes

⁸¹ (DAVIES, SCHUSTER e DE GHELCKE, 2010: pp. 3 e ss.).

⁸² Aprovação esta que deve ser, nos termos da Diretiva, “*post bid*”, após conhecimento da oferta, e específico para as medidas concretas em causa.

⁸³ (DAVIES, SCHUSTER e DE GHELCKE, 2010: pp. 4 e ss.).

⁸⁴ KERNSHAW, David, *The illusion of importance: reconsidering the UK’s Takeover Defence Prohibition* (2007), *apud* (DAVIES, SCHUSTER e DE GHELCKE, 2010: p. 3).

⁸⁵ (CORDEIRO, 2011: pp. 850, 851, 863-873 e 875-888).

⁸⁶ Cf. art. 64.º do CSC.

para acautelar os interesses do oferente e do mercado no contexto da OPA pois, lembre-se, a autorização dos acionistas para atuações potencialmente ofensivas da oferta *anterior* à oferta não é, à luz da consagração legal da NFR, suficiente. É necessária autorização após os acionistas já terem conhecimento da existência e dos termos e condições da oferta.⁸⁷

A Diretiva das OPA aplica a *non-frustration rule* a partir do momento em que o OA da sociedade alvo recebe informação acerca da intenção do oferente em apresentar oferta. Segundo estes autores, seria manifestamente ingênuo considerar que a vontade e o sentido de voto de todos os acionistas permaneceria inalterado após a existência de uma oferta de aquisição das suas ações.

Por outro lado, o segundo grupo de argumentos contra a necessidade de consagração no Direito da União de uma *non-frustration rule* consiste no chamado “*shareholder structure argument*”, e defende que a NFR não tem relevância em jurisdições cujo setor empresarial se caracterize por uma maior concentração do capital acionista (como é indiscutivelmente o caso português, e também o cenário dominante em grande parte da Europa Continental). É comum, na literatura que defende este argumento, atribuir uma sobrevalorizada importância ao efeito disciplinador, ou efeito de eficiência, do *market for corporate control*. Tendencialmente, em sociedades com uma maior dispersão do capital acionista, uma *underperformance* do OA mais facilmente passa sem que os acionistas atuem sobre o problema, devido aos inerentes problemas de apatia e distanciamento já referidos.⁸⁸ Desta forma, estes autores correlacionam diretamente a elevada concentração do capital prevalente na Europa Continental com uma desnecessidade de existência da *non-frustration rule*, por considerarem que a transferibilidade do controlo societário (*transferability of corporate control*) serve um propósito de eficácia e eficiência no OA. Não nos afigura crível que estes dois grupos de argumentos justifiquem uma desnecessidade de existência de consagração legal de uma verdadeira regra de não frustração, como se compreende pelas razões que enformam a *ratio* desta norma.

Razões estas que, no âmbito do presente estudo, antes de analisar o regime legal, é relevante compreender melhor. Facilmente se entende que esta regra limitadora tem como efeito, e propósito, promover o fenómeno das OPA, e em consequência, um funcionamento mais livre e eficaz do mercado de controlo societário. A ausência de uma

⁸⁷Kaplow, L. *Rules vs Standards: an Economic Analysis* (1992), *apud* (DAVIES, SCHUSTER e DE GHELCKE, 2010: pp 6 e 7.)

⁸⁸ Mencionados também por (DAVIES, SCHUSTER e DE GHELCKE, 2010: pp. 13 e ss).

regra como esta no panorama legislativo comportaria acrescidas dificuldades para potenciais oferentes, para a ocorrência de ofertas, e no limite, para a maior eficácia e livre concorrência no mercado.

Os principais argumentos a favor da NFR prendem-se com o facto de ela potenciar o efeito coercivo das OPA: a limitação do poder do OA tenta evitar que este adote medidas defensivas que retirem esta carga coerciva à oferta. Perante uma OPA, deve a atuação do OA ser condicionada face aos direitos e interesses dos acionistas e do oferente.

No que concerne aos preponderantes interesses do oferente, levanta-se, no campo dos deveres de informação das entidades emitentes, um potencial conflito de interesses: é do interesse do oferente levar a cabo uma apropriada *risk assessment* aos riscos inerentes a este investimento, conflituante com o interesse da sociedade visada em manter classificada e protegida uma parte considerável da informação relativa à sociedade e à respetiva atividade, enquanto a oferta não for definitiva, e pública.⁸⁹ Por um lado, o lançamento de uma OPA não deve prejudicar a gestão normal da sociedade alvo, sendo também verdade, no entanto, que a necessária salvaguarda dos interesses dos seus acionistas, e dos legítimos interesses do oferente, justificam a proibição de atos de administração que possam afetar os objetivos deste, atos estes que não possam reconduzir-se à atuação normal e corrente da sociedade. Interessa, portanto, acautelar os interesses do oferente na manutenção do objeto visado indiretamente, ou seja, a própria empresa enquanto ativo atrativo.

A *ratio* da NFR reside portanto no facto de a OPA ser uma oportunidade de negócio para os acionistas destinatários, e de somente estes enquanto verdadeiros “donos” da sociedade deverem avaliar as suas condições e decidir sobre a aplicação de medidas defensivas. O legislador acolheu a convicção de que o mercado do controlo das sociedades deve funcionar sem os obstáculos que os membros do OA queiram criar para proteção da sua própria posição.⁹⁰ Não devemos olvidar que uma OPA consiste numa proposta contratual dirigida aos titulares dos valores mobiliários, não intermediada pelo OA. São aqueles que lidarão com o oferente diretamente os únicos que terão necessariamente de se pronunciar sobre o mérito da OPA, e da sua exclusiva vontade depende o êxito desta.

⁸⁹ Pública *lato sensu*, na sua aceção mais comum, no sentido de ‘do conhecimento geral’.

⁹⁰ (SOVERAL MARTINS, 2018: p. 217).

3. Atuações proibidas

O artigo 182.º, número 1 *in fine* do CVM estabelece três requisitos cumulativos para que se conclua que o OA está limitado nos seus poderes de atuação, quanto à prática de determinados atos que poderia perfeitamente praticar fora do contexto de uma OPA. Tal limitação é aplicável a quaisquer medidas defensivas, objetivas ou subjetivas⁹¹, pois ambas são suscetíveis de prejudicar os interesses do oferente no êxito da oferta.⁹² A norma visa, logicamente, limitar aqueles que são os poderes habituais do OA,⁹³ e impedir que este siga uma “estratégia focada no *management-entrenchment*”⁹⁴. Ora, configuram, na letra da lei, atos proibidos, os que comportem cumulativamente (i) alteração de modo relevante da situação patrimonial da sociedade visada, (ii) não se reconduzam à gestão normal da sociedade, e (iii) afetem de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente.

Cumpra assinalar, ainda que *en passant*, que a violação da NFR comporta várias consequências para o OA que praticou os atos proibido. Para além da responsabilidade dos administradores para com a sociedade por danos devido à infração de um dever de conduta, nos termos gerais do Direito Societário⁹⁵, destaca-se a possível ineficácia do ato praticado em violação da lei, não vinculando a sociedade visada perante terceiros.⁹⁶ A Diretiva, no seu artigo 17.º, deixa ao critério dos EM a estipulação das consequências jurídicas concretas.

3.1 Alteração relevante da situação patrimonial

No que diz respeito à alteração relevante da situação patrimonial da sociedade, cabe referir que o património de uma sociedade corresponde à demonstração financeira designada por balanço, composto por três elementos essenciais: pelo ativo, pelo passivo e pelo capital próprio (situação líquida)⁹⁷. Note-se, no entanto, que para efeitos de aplicação da *non-frustration rule*, a afetação da situação patrimonial não se reduz a uma afetação da noção contabilística da situação constante do balanço, antes envolve também atuações que, não representando nenhuma variação neste, podem configurar uma alteração do valor económico da sociedade.

⁹¹ Cf. Delimitação feita neste estudo *supra*, em II.1.

⁹² (GUINÉ, 2009: p. 147).

⁹³ Cf. artigos 406.º a 409.º do CSC.

⁹⁴ Nas palavras de (SOVERAL MARTINS, 2018: p. 217).

⁹⁵ Cf. arts. 64.º e 72.º do CSC.

⁹⁶ Nos termos dos arts. 409.º do CSC.

⁹⁷ (CUNHA VAZ, 2013: p. 216)

O artigo 182.º número 2, al. b) apresenta um elenco exemplificativo de atos suscetíveis de alterar a situação patrimonial da sociedade de modo relevante. É o caso, nomeadamente, da “emissão de ações ou outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição⁹⁸ (...)”, e da “celebração de contratos que visem a alienação de parcelas importantes do ativo social.” Uma vez que a emissão de ações ou valores mobiliários significa uma alteração substancial da estrutura de dispersão dos capitais da sociedade, pode inclusive ter como efeito o reforço da posição dos acionistas majoritários e tornar mais onerosa para o oferente a aquisição do controlo. Este primeiro exemplo dado pelo legislador implica uma variação nas cifras de capital próprio, e pode mesmo indiretamente afetar elementos de que dependa o balanço.

Face ao artigo 182.º/2 b) do CVM, cabe aqui conjugar esta disposição com o artigo 182, número 3, b) (autorização da AG), no que respeita à repartição de competências entre os órgãos sociais para a prática dos atos em questão: por um lado, o primeiro exemplo elencado (a emissão de ações ou outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição) é, na sua natureza, e mesmo fora do contexto da OPA, um ato da competência da AG (no âmbito da sua competência geral para as alterações aos estatutos, conforme os artigos 85.º e 87.º do CSC); no entanto o segundo exemplo, (celebração de contratos que visem a alienação de parcelas importantes do ativo social) já é da competência do OA, pelo que à primeira vista parece não fazer grande sentido elencar este primeiro exemplo, por se tratar de um ato que necessitaria em qualquer caso, de passar pelo crivo dos acionistas⁹⁹.

Atentando-se no artigo 456.º, número 1, do mesmo diploma, nota-se contudo que os estatutos sociais podem autorizar o OA a aumentar o capital¹⁰⁰, uma vez ou mais, por entradas em dinheiro, e devendo para isso fixar um teto máximo de aumento de capital e um prazo correspondente para o exercício dessa competência, nunca superior a cinco anos, bem como os direitos a atribuir às ações a emitir. Neste contexto, faz todo o sentido que se limite a competência do OA nos poderes que possam ser-lhe concedidos pelos estatutos, relativamente à potencial aprovação de um aumento de capital por emissão de

⁹⁸ Muito relevantes na interpretação deste preceito são os arts. 365.º e 368.º do CSC.

⁹⁹ (CUNHA VAZ, 2013: p. 218).

¹⁰⁰ Sem prejuízo da possibilidade de este projeto de deliberação da administração carecer de parecer favorável do órgão de fiscalização, nos termos do número 3 do mesmo artigo.

ações. A limitação que resulta do artigo 182.º, número 1 está, portanto, vocacionada para atos que o OA poderia praticar em circunstâncias normais, fora do período da OPA.¹⁰¹

É de relevo aqui tecer algumas reflexões concernentes às aquisições de valores mobiliários objeto da oferta por parte da própria sociedade, nomeadamente através do seu órgão de administração¹⁰², uma vez que nesta matéria rege o regime das ações próprias¹⁰³. Este regime proíbe uma sociedade de adquirir e deter ações próprias representativas de mais de 10% do capital social¹⁰⁴, não podendo deter uma percentagem superior desta por tempo superior a três anos, findo o qual as ações em carteira devem ser alienadas. A aquisição de ações próprias constitui uma medida abrangida pela proibição do artigo 182.º número 1, estando vedada, salvo autorização da AG, pois estas são suscetíveis de provocar uma alteração relevante da situação patrimonial da sociedade, não se reconduzem à sua gestão normal, e podem afetar seriamente os objetivos do oferente. Estando em causa a aquisição de controlo pretendida com a oferta, é fácil de compreender que uma defesa da OPA através da aquisição de ações próprias possa ser muito eficaz, na medida em que distorce a proporção dos direitos de voto detidos pelos acionistas, bem como o número de ações disponíveis para alienar em OPA, que será consideravelmente menor, logo com superior valor de mercado. Entendemos assim, com CUNHA VAZ¹⁰⁵, e juntamente com a CMVM, no *Parecer genérico da CMVM sobre os deveres de comportamento na pendência de oferta pública de aquisição* (ponto n.º 7), que esta atuação cabe no âmbito do artigo 182.º, número 1, sendo assim proibidas ao OA no decurso da oferta, uma vez que “As interferências no regular funcionamento do mercado de valores mobiliários através da aquisição de ações próprias por parte da sociedade visada bem como da divulgação de informação relevante para o desfecho da oferta podem preencher o tipo legal do crime de manipulação de mercado¹⁰⁶.”¹⁰⁷ A CMVM considera também que a aquisição de ações próprias no contexto de uma OPA, tendo em conta o seu carácter defensivo, e sendo ou não este o seu exclusivo propósito, não beneficia das

¹⁰¹ (SOVERAL MARTINS, 2018: p. 221).

¹⁰² Órgão com competência legal para este efeito, conforme o art. 319.º, n.º1 do CSC.

¹⁰³ Arts. 316.º a 325.º-B do CSC.

¹⁰⁴ Ressalvadas as devidas exceções do art. 323.º, n.ºs 1 e 2, também do CSC.

¹⁰⁵ (CUNHA VAZ, 2013: p. 222).

¹⁰⁶ Cf. Art. 379.º do CVM.

¹⁰⁷ In [https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Pareceres/Pages/Parecer-Gen%C3%A9rico-da-CMVM-sobre-os-Deveres-de-Comportamento-na-Pend%C3%Aancia-de-Oferta-P%C3%BAblica-de-Aquisi%C3%A7%C3%A3o-\(OPA\).aspx?v=](https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Pareceres/Pages/Parecer-Gen%C3%A9rico-da-CMVM-sobre-os-Deveres-de-Comportamento-na-Pend%C3%Aancia-de-Oferta-P%C3%BAblica-de-Aquisi%C3%A7%C3%A3o-(OPA).aspx?v=)

salvaguardas previstas no Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014 (Regulamento Abuso de Mercado).

3.2 Gestão normal da sociedade

A proibição do artigo 182.º somente abrange os atos do OA que não sejam de gestão normal, isto é, atos que não se enquadrem na gestão corrente da sociedade e que decorrem do dever de administrar por parte do OA, e que tenham, assim, carácter excecional. É possível inferir desta norma que são permitidos no decurso da oferta os atos necessários e fundamentais ao normal andamento da atividade societária, sem os quais esta ficaria paralisada, sendo seriamente prejudicada. Os atos inerentes à gestão corrente estão assim fora do âmbito de aplicação desta norma inibitória, sendo relevante notar aqui a já anteriormente referida natureza cumulativa destes requisitos proibitivos: como nota SOVERAL MARTINS¹⁰⁸, um ato que seja suscetível de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade mas que possa reconduzir-se à sua gestão normal não é um ato proibido.

A norma refere expressamente no seu número 1 que o OA não pode praticar atos que não se reconduzam à “gestão normal” da sociedade, ainda que o legislador europeu, no Preâmbulo da Diretiva, apenas se limite a referir que “deverão ser limitados os poderes do órgão de administração de uma sociedade visada em relação a certas operações de carácter excecional, sem impedir indevidamente a sociedade visada de prosseguir o curso normal das suas atividades” (sublinhado nosso). E de facto, o artigo 9.º da Diretiva não menciona qualquer critério de gestão normal, apenas refere no número 3, quanto a decisões tomadas previamente mas ainda não executadas, que a AG “deve aprovar ou confirmar qualquer decisão que não se insira no quadro normal das atividades da sociedade”. Consideramos, no entanto, com CUNHA VAZ¹⁰⁹, que o legislador português tomou a opção certa ao executar a transposição da Diretiva mantendo este requisito da não recondução dos atos à gestão normal da atividade societária, uma vez que é fundamental e decisivo proteger o regular funcionamento da sociedade visada no decurso da oferta.

É de relevo notar que não existe um conceito de “gestão corrente” no CSC, e que esta deve entender-se como *day-to-day business*, gestão do dia-a-dia da sociedade; o

¹⁰⁸ (SOVERAL MARTINS, 2018: p. 217).

¹⁰⁹ (CUNHA VAZ, 2013: p. 225).

legislador societário cingiu-se às disposições sobre a competência do OA para gerir a atividade social¹¹⁰, e à enumeração dos seus poderes de gestão¹¹¹, dispondo logo de imediato no artigo 407.º número 3 que os estatutos sociais podem autorizar o OA a delegar num ou mais administradores, ou numa Comissão Executiva, a *gestão corrente da sociedade*.¹¹² No entanto, o conceito de gestão normal não deixa de ser mais abrangente do que o conceito de gestão corrente, para efeitos deste normativo. O conceito de gestão corrente limita-se aos atos de mero expediente, não implicando qualquer alteração patrimonial relevante. Isto significa que a gestão normal abarca poderes que vão muito para além da mera gestão do dia-a-dia por parte dos administradores. Conclui-se assim que os atos proibidos por esta norma serão todos aqueles que ultrapassam este conceito de gestão corrente, bem como de gestão normal da sociedade: abrangem, assim, todos aqueles atos que não sejam absolutamente indispensáveis ao normal funcionamento da sociedade, tendo um carácter excecional.

Entendemos, com CUNHA VAZ, que esta norma “deve abranger somente atos de natureza extraordinária, pelo que deverão ficar de fora do seu âmbito de aplicação todos e quaisquer atos relacionados com o normal funcionamento da atividade da sociedade visada”¹¹³ pela oferta. É da competência do órgão de administração, embora limitado nos seus poderes de gestão, a assunção do dever de administrar e zelar pelo normal funcionamento da sociedade. Por um lado, impõe-se a limitação dos poderes do OA, a fim de acautelar o sucesso da oferta e proteger os interesses do oferente, bem como a (eventual) realização de uma mais-valia por parte dos acionistas; por outro lado, também há que ponderar que este órgão deve manter os poderes básicos necessários para assegurar a gestão normal da sociedade, evitando assim que os acionistas sejam colocados numa contingência de alienação das suas ações em OPA para evitar os prejuízos que adviriam de uma limitação irracional e desproporcionada dos poderes de gestão no decorrer da mesma.

Ou seja, a gestão do dia-a-dia é absolutamente fundamental para o decurso normal das atividades objeto da sociedade visada pela oferta. No entanto, a oferta pode não ver os seus objetivos singrar, e não ter sucesso por diversos motivos, designadamente a não

¹¹⁰ Cf. art. 405.º CSC.

¹¹¹ Cf. art. 406.º do CSC.

¹¹² Paralelamente, o art. 407.º número 2 do CSC refere que a delegação dos poderes de gestão não pode abranger as matérias previstas no artigo 406.º alíneas a) a m). Resulta de uma leitura articulada destes dois preceitos que os poderes do artigo 406.º não estão diretamente relacionados com a gestão corrente da sociedade.

¹¹³ (CUNHA VAZ, 2013: pp. 226 e ss).

verificação das condições do oferente, ou a não aceitação dos destinatários. Aí, é necessário acautelar os interesses dos acionistas, que podem legitimamente preferir manter-se na esfera social, conservando as suas participações. É do maior interesse destes que a sociedade mantenha a sua gestão corrente e atividade o mais estáveis possível, para que não resultem do processo da oferta prejuízos desproporcionados. Isto é também do maior interesse do oferente, uma vez que caso a oferta seja bem sucedida, este encontrará na sociedade uma situação favorável.

Concluindo, a NFR deve abarcar todas as operações que não sejam realizadas no decurso normal das atividades da sociedade, ou que não sejam conformes às práticas normais do mercado, isto é, medidas de carácter estratégico que possam, pela sua relevância e impacto material, comprometer decisões do OA que suceda ao atual. O OA deve portanto, limitar-se a tomar as decisões e a praticar os atos essenciais para o habitual desenvolvimento, para a gestão diária e corrente da sociedade, e abster-se de praticar atos extraordinários com impacto substancial no património da sociedade, no período temporal do decurso da oferta. Cabe ainda salientar que esta limitação a que os membros do OA estão vinculados pode eventualmente colidir com o dever geral de administrar que onera os administradores^{114 115}, dever este com um conteúdo substancialmente mais amplo e abrangente, que na vida normal da sociedade decorre por inerência da simples qualidade de administrador.¹¹⁶

3.3 Afetação dos interesses do oferente

Nem todas as medidas excepcionais são objeto da proibição.¹¹⁷ Estatui o número 1 do artigo 182.º do CVM *in fine* que são proibidos os atos que, para além dos desígnios anteriormente mencionados, “possam afetar de modo significativo os interesses do oferente”, comprometendo, direta ou indiretamente, os objetivos anunciados por este.¹¹⁸ A afetação dos interesses considera-se significativa sempre que impossibilite as

¹¹⁴ Cf. art. 64.º do CSC.

¹¹⁵ Para maiores desenvolvimentos sobre os deveres dos administradores, vide (MENEZES CORDEIRO, 2010: pp. 851 a 888), (MENEZES CORDEIRO, 2005: pp. 21 a 60), (COSTA, R. E DIAS, D. F. , anotações ao art. 64.º do CSC em comentário, pp. 725 a 747).

¹¹⁶ Para maiores desenvolvimentos sobre a gestão corrente das sociedades, vide ABREU, J. M Coutinho de (2006), *Governação das Sociedades Comerciais*, Almedina, CANDEIAS, R. (2000), *Os Gerentes e os Atos de mero expediente*, in ROA, I, pp. 243 e ss., e SOVERAL MARTINS, A., (1998) *Os Poderes de Representação dos Administradores de Sociedades Anónimas*, Studia Iuridica, 34, Coimbra Editora

¹¹⁷ (CUNHA VAZ, 2013: p. 227).

¹¹⁸ Em anúncio preliminar, vide art. 179.º do CVM.

condições a que o oferente sujeitou a oferta,¹¹⁹ existindo também autores que consideram¹²⁰ que esta norma deve abranger igualmente todos os atos que possam comprometer os interesses do oferente, incluindo aqueles praticados sem a intenção de prejudicar a oferta, mas suscetíveis de provocar esse resultado.¹²¹ A norma deve aplicar-se a todas as medidas defensivas reativas: independentemente da intenção, releva aqui o resultado efetivo ou possível. No entanto, quantos mais objetivos anunciar o oferente no anúncio preliminar, maior é a probabilidade dessa afetação ser significativa, maior sendo também o espectro de atos vedados ao OA.

Já a Diretiva das OPA, por seu turno, dispõe no artigo 9.º números 2 e 3 que o ato deve ser suscetível de conduzir à frustração da OPA. Este requisito afigura-se, à luz da doutrina, decisivo, visto que determinado ato pode ser suscetível de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade e não respeitar à sua gestão normal, mas não preencher este último crivo, não sendo proibido. O legislador consegue assim proteger os interesses do oferente, juntamente com os dos destinatários. Pretendeu-se assegurar as intenções e objetivos de quem promove a oferta, com vista não só a acautelar o seu êxito, mas sobretudo em nome de uma racionalidade económico-financeira do fenómeno das OPA enquanto instrumento decisivo para a reestruturação empresarial e para o mercado de controlo societário. E podemos inclusive afirmar que o legislador sobrepôs os interesses do oferente a outros possíveis interesses conflitantes, nomeadamente acionistas ou administradores que se opõem à oferta com o desígnio de perpetuar a sua posição de controlo e influência da sociedade visada.

Na análise dos interesses e objetivos do oferente, existem diversos fatores subjacentes ao lançamento de uma OPA. A mesma pode resultar da não verificação dos pressupostos de um mercado suficientemente eficiente, verificando-se nomeadamente fatores como: inexistência de custos de agência e de assimetrias de informação, e uma gestão eficiente. Ou seja, um potencial oferente pode decidir lançar uma OPA porque reconhece que existem custos de agência resultantes da administração da sociedade promover interesses pessoais em detrimento dos da sociedade, ou porque esta está subavaliada pelo mercado, em virtude de nem toda a informação societária se encontrar disponível e refletida no seu

¹¹⁹ (GUINÉ, 2005: pp. 33 e ss).

¹²⁰ (CUNHA VAZ, 2013: pp. 230 e ss).

¹²¹ Distinção entre medidas defensivas objetivas e subjetivas operada em II. 1 do presente estudo, conforme (GUINÉ, 2009: p. 33).

valor de mercado, ou cotação bolsista, ou ainda porque considera que se verifica uma ineficiente gestão dos fatores produtivos.¹²² Neste quadro, destacam-se os seguintes como possíveis interesses dos oferentes no âmbito de uma OPA: i) alcançar sinergias empresariais ou financeiras, nomeadamente estabelecer uma estrutura de capitais mais favorável, com maior capacidade de endividamento e menor custo de acesso a capital¹²³; ii) diversificar as atividades do objeto social ou reforçar a sua posição no mercado; iii) atuar simplesmente como *raider*, pretendendo obter um lucro imediato mediante o desmantelamento subsequente da sociedade visada¹²⁴; iv) afastar uma empresa concorrente, entre outros.

Com efeito, neste contexto, e tendo em conta a NFR, é importante não olvidar que nem todos os objetivos do oferente são necessariamente benignos, podendo por exemplo ser meramente especulativos, e prejudiciais para a sociedade alvo. Desta forma, isto deve ser tido em conta na aplicação da norma do artigo 182.º, número 1, bem como o risco de o oferente assumir o controlo simplesmente para a desintegrar e alienar as suas participações com vista a obter lucro imediato. Estando o OA vinculado legalmente a zelar pelos interesses da sociedade, torna-se claro que perante esta situação de OPA manifestamente indesejável, o respetivo OA possa adotar medidas defensivas consideradas benignas porque necessárias para combater essas ofertas malignas, e salvaguardar o interesse social.

É fundamental, para a aferição do cumprimento dos requisitos que se analisam, poder determinar quais os objetivos do oferente que devem ter-se em consideração. Alguma doutrina¹²⁵ chama a atenção para a necessidade de proteger todos os objetivos, inclusive os implícitos, nomeadamente a intenção de adquirir o controlo da sociedade.

Assim que seja recebido o anúncio preliminar por parte da visada, devem ser acautelados apenas os objetivos do oferente anunciados expressamente naquele, ou posteriormente, no prospeto. Esta é a única solução que não só acautela a certeza e segurança jurídicas, como permite aferir, de forma segura e efetiva, quais os atos proibidos no decurso da oferta, por serem aptos a frustrar os objetivos do oferente. A admissão de outros objetivos,

¹²² (OLIVEIRA, 2006: pp. 2 e 3).

¹²³ Considerando que as empresas com baixo nível de capacidade de endividamento são mais favoráveis.

¹²⁴ Quando o oferente pretende adquirir o controlo da sociedade para a desmantelar e para alienar algumas das suas parcelas, obtendo assim lucros rápidos.

¹²⁵ (BRITO PEREIRA, 1998) e (GUINÉ, 2009) sobre a distinção entre objetivos anunciados pelo oferente, e outros deduzidos. Em sentido contrário, v. (SOVERAL MARTINS, 2018: pp. 221 e ss) e (CUNHA VAZ, 2013: p.231 e ss).

mais difusos, seria geradora de insegurança e incerteza jurídicas, uma vez que o oferente pode facilmente invocar que qualquer ato é frustrador dos seus objetivos implícitos, não anunciados e não conhecidos. Assim, o legislador tomou a opção correta, parece-nos¹²⁶, ao prever no CVM expressamente que o oferente deve enumerar desde logo no anúncio preliminar os objetivos da oferta.¹²⁷ O facto de a lei enunciar de modo detalhado os possíveis interesses do oferente, bem como o facto de exigir que este os descreva em pormenor, demonstra a intenção de proteger somente os interesses expressamente por aquele manifestados, e não quaisquer outros; e esta parece de facto ser a solução que melhor acautela a segurança jurídica, e bem assim a eficiência do mercado. Com efeito, se é do interesse da sociedade visada conhecer devida e atempadamente os objetivos do oferente, para que possam formar um juízo de valor sobre a oferta, é da mesma forma do interesse deste que os seus objetivos estejam enumerados expressa e detalhadamente, por forma a alargar o espectro de atos que a administração visada está proibida de praticar.¹²⁸

3.4 Outros atos proibidos

Nesta sede, chamamos a atenção para a alínea c) do número 2 do artigo 182.º do CVM, nos termos da qual, e no seguimento do artigo 9.º/3 da Diretiva, a limitação dos poderes do OA abrange também atos de execução de decisões tomadas antes do período inibitório da oferta, e que ainda não tenham sido executados: para a sua execução, o OA carece, portanto, de aprovação da AG. Esta alínea é essencialmente uma norma de densificação e desenvolvimento do número 1 do mesmo artigo.

O legislador pretendeu evitar que a OPA seja frustrada pela execução de decisões tomadas anteriormente, nas quais se podem incluir (e daí a necessidade desta norma) atos destinados a inviabilizar uma eventual OPA futura.

Existem autores¹²⁹, todavia, que consideram que o disposto neste número 2, c) do artigo 182.º deve ser lido *a contrario sensu* como correspondendo a uma exceção implícita ao disposto no art. 182.º /1, devendo, portanto, cumprir-se três requisitos para que o OA possa atuar ao abrigo desta alínea: i) decisão prévia que requeira a prática de determinado ato, ii) atuação prévia ao lançamento de OPA ao abrigo dessa decisão, e iii) o ato em questão ser requerido pela decisão em causa.

¹²⁶ Juntamente com (CUNHA VAZ, 2013: p. 231).

¹²⁷ Sendo que já a anterior versão, no CVM revogado, exigia que esta informação constasse do prospeto da oferta.

¹²⁸ (CUNHA VAZ, 2013: p. 232).

¹²⁹ (GUINÉ, 2009: pp. 179 e ss).

No entender de CUNHA VAZ¹³⁰, toda e qualquer decisão que seja anterior à oferta e cuja execução aconteça no seu decurso tem de ser confirmada e ratificada pela AG durante esse período, por forma a permitir que os destinatários possam pronunciar-se de forma livre e informada. Assim, este autor faz uma interpretação extensiva da norma do CVM, imposta pelo artigo 9.º/3 da Diretiva. Destarte, para além das decisões do próprio OA, CUNHA VAZ defende que as mesmas considerações valem relativamente a decisões tomadas anteriormente pela própria AG, e que carecem, posteriormente, agora em sede de OPA, de confirmação. Deste modo, e tendo em conta a letra da norma da Diretiva, “a assembleia geral de acionistas deve aprovar ou confirmar qualquer decisão” tomada antes do período inibitório, deve a AG no decurso da oferta não só *aprovar* atos de execução de decisões do órgão de administração proibidos pela norma do CVM, como também *confirmar* os atos de execução das suas próprias decisões tomadas anteriormente, e que de igual modo são abrangidos e proibidos pela mesma norma. SOVERAL MARTINS¹³¹ destaca, no entanto, que a estes atos estende-se a limitação do número anterior, e que isto significa que aqueles que não fossem já abrangidos pelos requisitos do número 1 não passam a estar sujeitos apenas por constituírem execução de uma decisão tomada antes do período da proibição. Este autor defende inclusive que desde que a decisão anteriormente tomada tenha já sido parcialmente executada antes do período relevante, a limitação já não abrangerá os restantes atos de execução.

Para além destes atos expressamente previstos no normativo do CVM, devemos ter também em atenção outras atuações proibidas que, muito embora não expressamente previstas, se subsumem ao espírito da norma, o que nos remete para o já anteriormente referido *Parecer genérico da CMVM sobre os deveres no decurso de oferta pública de aquisição*, e do qual constam outras atuações proibidas ao órgão de administração. Para além de situações já descritas, como a aquisição de ações próprias, e o financiamento de ofertas concorrentes, o OA da sociedade visada deve abster-se de facultar informação privilegiada, nomeadamente a potenciais oferentes concorrentes, uma vez que essa informação deve ser previamente tornada pública (ponto 3 do *Parecer*). Paralelamente, e para esse efeito, dispõe o artigo 378.º do CVM que é proibida a utilização de informação privilegiada, particularmente no decurso de OPA, em nome da igualdade de tratamento entre investidores, por forma a evitar assimetrias de informação.

¹³⁰ (CUNHA VAZ, 2013: p. 234).

¹³¹ (SOVERAL MARTINS, 2018: pp. 220 e ss).

3.5 Exceções

Analisado o regime limitador da atuação do OA da sociedade visada por OPA, cabe atentar nas suas exceções, que melhor conformam os interesses dos acionistas destinatários da oferta, da sociedade visada, e do próprio oferente.

Desde logo, o CVM, no artigo 182.º, n.º 3 ressalva expressamente três exceções: a) atos que resultem do cumprimento de obrigações assumidas antes do conhecimento do lançamento da oferta, b) atos autorizados por AG convocada exclusivamente para o efeito durante o período de limitação de poderes, e c) atos destinados à procura de ofertas concorrentes. A primeira exceção visa proteger a sociedade visada (e até o próprio oferente), no cumprimento das suas obrigações, e as restantes duas destinam-se precisamente a salvaguardar os interesses dos destinatários da oferta.

Para além destes três casos, o artigo 182.º, número 6 prevê ainda uma cláusula de reciprocidade, que se traduz no afastamento da regra de não frustração quando a sociedade oferente não esteja também ela sujeita a um regime equivalente.

3.6 Âmbito temporal da proibição

A temática do período temporal no qual vigora a NFR, e em particular do seu início, está intrinsecamente ligada à necessidade de conciliação de interesses opostos e divergentes: por um lado, e como determina o artigo 3.º, número 1, f) da Diretiva das OPA com o princípio da perturbação mínima, a sociedade visada deve ver o exercício da sua atividade normal perturbado por um período mínimo possível. Por outro, a *ratio* da NFR e desta delimitação temporal reside na necessidade de proteção dos interesses do oferente, salvaguardando o valor das ações da sociedade, os seus ativos, e inclusive dos interesses dos acionistas em pronunciarem-se e em participarem no prémio de controlo.

Salientamos, neste âmbito, que o início deste período em que vigora a proibição pode não coincidir com o início do prazo da oferta (arts. 183.º do CVM e 7.º da Diretiva). O prazo da oferta inicia-se necessariamente com a publicação do anúncio preliminar e consequente registo da oferta pela CMVM, podendo variar entre 2 e 10 semanas, sendo que a inibição de poderes começa a produzir os seus efeitos com o *conhecimento* pelo OA da decisão do lançamento de OPA. A lei presume que este conhecimento ocorre com a receção do anúncio preliminar, no número 2, a) do artigo 182.º, mas cabe notar que pode

ser anterior, embora, como salientam SOVERAL MARTINS¹³² e BRITO PEREIRA¹³³, nesse caso seja necessário que estejamos perante uma decisão definitiva. E, ainda que assim seja, é deveras problemática a determinação do momento de efetivo conhecimento e da sua medida.¹³⁴ Com efeito, caso o regime do artigo 175.º seja devidamente cumprido, o lapso temporal entre o momento da decisão de lançamento de OPA pelo OA da oferente e o envio do anúncio preliminar deverá ser bastante reduzido. Acresce ainda, e como sublinham GUINÉ¹³⁵ e CUNHA VAZ¹³⁶, que é do maior interesse do oferente que a remessa do envio preliminar ocorra o mais celeremente possível, para que NFR vigore o quanto antes.

BRITO PEREIRA problematiza a existência de situações intermédias - anteriores ao referido hiato temporal entre a tomada de decisão de lançamento de oferta e o envio do aviso preliminar -, durante as quais discute a verosimilhança da aplicação da NFR, nomeadamente o período em que a decisão de lançamento de oferta esteja em estudo, não se encontrando o processo de formação de vontade concluído, e o período temporal em que exista uma decisão de lançamento, porém uma decisão definitiva esteja dependente da verificação de determinadas condições prévias.¹³⁷ Acompanhamos o autor quando defende que na primeira hipótese, não existe justificação para que o período inibitório se inicie perante uma mera hipótese, uma vez que a *ratio* da norma pretende proteger os interesses do oferente e dos destinatários. De facto, para que o conhecimento tenha relevo jurídico, torna-se necessário que o OA conheça ou possa conhecer os objetivos do oferente, o que não sucede se a OPA for uma mera possibilidade. No segundo cenário, o risco da manutenção da situação inibitória durante um elevado lapso temporal, e o prejuízo que daí poderia advir para a sociedade visada não se contendem com o já referido princípio da perturbação mínima. Ademais, a decisão de lançamento, não sendo certa, poderia nunca vir a ser concretizada, sem quaisquer consequências para o eventual oferente, sofrendo a sociedade visada elevados prejuízos sem que aquele respondesse pelos danos causados. Sublinhe-se que nos termos do número 5 do artigo 182.º, o oferente é responsável pelos danos decorrentes da decisão de lançamento de oferta tomada com o objetivo de colocar a sociedade visada em situação de inibição. Assim, e com BRITO

¹³² (SOVERAL MARTINS, 2018: p. 225).

¹³³ (BRITO PEREIRA, 2001: pp. 182 e ss).

¹³⁴ (GUINÉ, 2005: p. 25).

¹³⁵ (GUINÉ, 2005: p. 25).

¹³⁶ (CUNHA VAZ, 2013: p. 210).

¹³⁷ (BRITO PEREIRA, 2001: pp. 183 e ss).

PEREIRA¹³⁸ e CUNHA VAZ¹³⁹, afiguram-se-nos requisitos indispensáveis para que vigore a proibição que o conhecimento do lançamento da OPA seja certo, previsível e iminente; e que o oferente, caso pretenda despoletar a aplicação da NFR anteriormente à remessa do anúncio preliminar, demonstre que o OA da sociedade visada já tomou efetivo conhecimento da existência de uma decisão de oferta e dos objetivos, e que tem condições para frustrar o seu êxito.

Relativamente ao fim do período em que vigora a NFR, o legislador nacional estabeleceu-o no momento do apuramento do resultado da oferta, ou até à cessação do respetivo processo.¹⁴⁰ Podendo a inibição de poderes do OA iniciar-se num momento anterior ao início do prazo da oferta, o termo destes dois períodos coincide necessariamente.

¹³⁸ (BRITO PEREIRA, 2001: pp. 187 e ss).

¹³⁹ (CUNHA VAZ, 2013: pp. 211 e ss).

¹⁴⁰ O que pode ser prorrogado pela CMVM, por sua iniciativa ou do oferente, em caso de revisão, oferta concorrente ou quando a proteção dos interesses dos destinatários o justifique.

Conclusões

1. A *ratio* do *corporate governance* é associada aos conflitos de interesses entre propriedade e controlo, e à busca por soluções que passem pelo alinhamento destes interesses.
2. A dispersão do capital e a abertura da sociedade ao investimento público origina conflitos intimamente relacionados com a facilidade de tomada de controlo através de aquisição de uma baixa representação no capital. Estas sociedades serão tendencialmente mais vulneráveis às alterações de controlo.
3. A OPA hostil é um cenário privilegiado para o desenrolar dos referidos conflitos, e perante o qual surge a necessidade de proteção dos interesses individuais dos acionistas, na sua qualidade de titulares das ações em causa, ou seja, enquanto destinatários da OPA.
4. Enquanto mecanismo de funcionamento do mercado de controlo societário, a OPA desempenha um papel disciplinador da *performance* do OA uma vez que consistirá numa oportunidade para os acionistas censurarem a sua atuação.
5. Perante OPA hostil, o OA poderá tender a alinhar os seus interesses com o grupo de controlo acionista, atuando concertadamente na tomada de medidas defensivas que frustrem o êxito da mesma, com vista à manutenção das suas posições.
6. As medidas defensivas distinguem-se pelos seus objetivos, podendo ter como escopo primário o sucesso da OPA, ou simplesmente prosseguir uma estratégia já definida (medidas defensivas subjetivas e objetivas); distinguem-se também pelo âmbito temporal em que são tomadas, antes ou depois do lançamento de OPA.
7. A OPA consiste numa escolha para os seus destinatários, que irão, enquanto donos da sociedade, alienar ou manter as suas participações tendo em vista critérios económicos de realização de mais-valias, não devendo o OA imiscuir-se na esfera de decisão destes.
8. A cominação legislativa da regra de não frustração surge no contexto da necessidade de regulação dos interesses conflitantes no âmbito das sociedades

abertas, das disparidades na disseminação da informação no mercado, e da clivagem entre propriedade e controlo.

9. A *ratio* da NFR firma-se na proteção dos interesses dos acionistas destinatários, materializando-se na defesa da igualdade de tratamento e na realização de mais-valias, bem como na proteção dos interesses do oferente e de um mercado de controlo livre e eficiente.
10. A NFR parte de três requisitos cumulativos para a cominação de uma limitação dos poderes do OA quanto à prática de determinado ato, sendo eles a alteração relevante da situação patrimonial da sociedade visada, a não recondução do ato à gestão normal da sociedade e a afetação de modo significativo dos objetivos anunciados pelo oferente.
11. A alteração relevante da situação patrimonial não se reduz a uma afetação da noção contabilística da situação constante do balanço, antes envolve também atuações que possam alterar o valor económico da sociedade.
12. O conceito de gestão normal da sociedade não se reduz à mera gestão diária, procurando a NFR todos os atos que não sejam absolutamente indispensáveis ao normal funcionamento da mesma, tendo um carácter excecional.
13. O legislador, ao enunciar um elenco exemplificativo dos interesses do oferente, demonstra uma intenção de proteger os objetivos anunciados expressamente, e não quaisquer outros, por forma a melhor proteger os acionistas da sociedade visada e o próprio oferente, bem como a segurança e certeza jurídicas.
14. A vigência da NFR exige o conhecimento de uma decisão definitiva e incondicionada de lançamento de OPA, em que este seja certo, previsível e iminente, não devendo, em nome do princípio da perturbação mínima, a NFR vigorar em período anterior à verificação destas circunstâncias.

Bibliografia

- ABREU, J. M. Coutinho de (2010) *Governança de Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina.
- ALMEIDA, A. Pereira de (2013) *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Coimbra: Coimbra Editora.
- ANTUNES, J. Engrácia: (2002) *Os Grupos de Sociedades, Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra.
- BRITO PEREIRA, Jorge (1998), *A OPA obrigatória*, Almedina, Coimbra.
- (2001) *A Limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, AA.VV., Almedina, Coimbra, Vol. II.
- BÖCKLI, P., DAVIES, P., *et al.*, (2013), *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*, Legal Studies Research Paper Series, University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies.
- CADILHE, Miguel (2014) *A hostilidade coerciva do artigo 490.º do CSC – caso para um prémio especial?*, in *Boletim de Ciências Económicas*, Volume LVII, Tomo I, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra.
- CÂMARA, Paulo (2001), *O governo das sociedades em Portugal: Uma Introdução*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 12.
- (2011), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina, Coimbra.
- COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, (2006), *Parecer genérico sobre os deveres de comportamento na pendência de oferta pública de aquisição (OPA)*, disponível em [https://www.cmvm.pt/pt/legislacao/legislacaonacional/pareceres/pages/parecer-gen%C3%A9rico-da-cmvm-sobre-os-deveres-de-comportamento-na-pend%C3%Aancia-de-oferta-p%C3%BAblica-de-aquisi%C3%A7%C3%A3o-opa\).aspx](https://www.cmvm.pt/pt/legislacao/legislacaonacional/pareceres/pages/parecer-gen%C3%A9rico-da-cmvm-sobre-os-deveres-de-comportamento-na-pend%C3%Aancia-de-oferta-p%C3%BAblica-de-aquisi%C3%A7%C3%A3o-opa).aspx);
- COSTA, Ricardo e Gabriela Figueiredo Dias, *Deveres fundamentais da Administração e Fiscalização* (2010) in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Coimbra: Almedina, vol. I.

- CORDEIRO, A. Menezes: (1994) *Da tomada de sociedades (takeover): efetivação, valoração e técnicas de defesa*) in Revista da Ordem dos Advogados, ano 54;
- (1997) *Ofertas Públicas de Aquisição*, col. Direito dos Valores Mobiliários, Lisboa;
- (2007) *Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades*, in Jornadas em homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura, A Reforma do Código das Sociedades Comerciais, AAVV, Coimbra: Almedina;
- (2011) “*Os deveres fundamentais dos administradores*”, in *Direito das Sociedades Parte Geral*, Coimbra: Almedina.
- CUNHA, P. Olavo (2019) *Direito das Sociedades Comerciais*, 9.^a Edição, Coimbra, Almedina.
- DAVIES, Paul, Edmund-Philipp Schuster e Emilie van de Walle de Ghelcke (2010) *The Takeover Directive as a Protectionist Tool?*, European Corporate Governance Institute, disponível em www.ecgi.org/wp.
- FERREIRA, Bruno (2008) *A responsabilidade dos administradores e os deveres de cuidado enquanto estratégias de corporate governance, Implicações da reforma do Código das Sociedades Comerciais*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 30.
- FRAGOSO, Luís (2005) *A OPA inibitória e a limitação de poderes da sociedade visada- o art. 182º do CVM*, disponível para consulta em verbojuridico.net.
- GARCIA, A. Teixeira (1995) *OPA- Da oferta pública de aquisição e seu regime jurídico*, Studia Juridica, Coimbra: Coimbra Editora.
- GERNER-BEUERLE, Carsten, David Kershaw e Matteo Solinas (2011), *Is the Board Neutrality Rule Trivial? Amnesia about Corporate Law in European Takeover Regulation*, LSE, Legal Studies Working Paper No. 3/2011, disponível em <http://www.kluwerlawonline.com/document.php?id=EULR2011030>.
- GOMES, J. Ferreira e Diogo Costa Gonçalves (2018) *Manual de Sociedades Abertas e Sociedades Cotadas*, Lisboa, AAFDL, Vol. I.
- GUINÉ, O. Vogler (2005) *A Transposição da Diretiva 2004/25/CE e a limitação dos poderes da Administração da sociedade visada*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 22;
- (2009) *Da conduta (defensiva) da Administração “opada”*, Coimbra: Almedina.

- HOPT, Klaus J., (2014) *Takeover Defences in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis*, Max Planck Institute for Comparative and International Private Law, Hamburgo.
- KERN SHAW, D. *Hostile Takeovers and the non-frustration rule, time for a re-evaluation*, (2016) LSE Law, Society and Economy Working Papers 19/2016 London School of Economics and Political Science Law Department, disponível em www.lse.ac.uk/collections/law/wps/wps.htm.
- LEITÃO, L. Menezes (2007) *As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, vol. II.
- MARTIN, K. J. e John J. McConnell (1991) *Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover*, in *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 2, pp. 671-687, Wiley for the American Finance Association.
- MARTINS, A. De Soveral, (2018) *Títulos de crédito e Valores Mobiliários*, volume II; (2019) *Competência do Conselho de Administração*, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Coimbra: Almedina, vol. VI.
- MUCCIARELLI, F. (2007) *White Knights and Black Knights – Does the Search for Competitive Bids always Benefit the Shareholders of “Target” Companies? –*. *European Company and Financial Law Review* Retirado a 11 Jan. 2020, de doi:10.1515/ECFR.2006.018.
- OLIVEIRA, Helena, LOPES, C. e CUNHA, C. (2006) *O jogo das estratégias nas OPA: o caso SONAE/Portugal Telecom*, in *Revista TOC*.
- SILVA, J. Calvão da, (1994) *Oferta Pública de Aquisição (OPA): Objeto*; (1995) *Pacto Parassocial, Defesas Anti-OPA e OPA Concorrente*, in *Estudos de Direito Comercial (Pareceres)*, Coimbra, Almedina.
- SOARES DA SILVA, J. (2004), *O Action Plan da Comissão Europeia e o Contexto da Corporate Governance no início do séc. XXI*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 18.
- THORSTENSEN, V. *The Brics and Challenges of Global Economic Governance*, (2017) disponível em pombalina.uc.pt.
- VAZ, J. Cunha, (2000) *A OPA na União Europeia face ao Novo CVM*, Coimbra, Almedina;

(2013) *A OPA e o Controlo Societário A regra de não frustração*, Coimbra: Almedina.

VENTURA, Raúl: (1992) *Estudos vários sobre sociedades anónimas Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra: Almedina.