



CATÓLICA PORTO
ESCOLA DE DIREITO

OPA hostil

Dos conflitos de interesses

Dissertação de Mestrado

Marco Solino Milhazes Morais

PORTO

junho de 2015



CATÓLICA PORTO
ESCOLA DE DIREITO

OPA hostil

Dos conflitos de interesses

Dissertação de Mestrado em Direito, na Área de
Especialização de Direito das Empresas e dos
Negócios, elaborada sob a orientação da
Professora Doutora Daniela Baptista

Marco Solino Milhazes Morais

PORTO

junho de 2015

“Qualquer pessoa pode elevar-se acima das suas circunstâncias e alcançar sucesso, caso se dedique e tenha entusiasmo pelo que faz.”

(Nelson Mandela em Carta a Makhaya Ntini, 2009)

Agradecimentos

Aos meus pais, que sempre me disponibilizaram as condições necessárias para atingir este objetivo, por todo o amor, entusiasmo e apoio constante ao longo do meu percurso académico. Este feito também é vosso!

À minha namorada Joana, pelo amor, carinho e apoio incansável durante todos estes anos, pelas palavras de incentivo e confiança, tendo sempre compreendido as minhas angústias, ajudando-me sempre a superar esses momentos mais complicados.

Aos meus melhores amigos, Hugo e Sérgio, pela bonita amizade que construímos, por todos os momentos passados juntos e pelas palavras de incentivo para ultrapassar este momento. Guardo a vossa amizade para toda a minha vida.

Ao Dr. Miguel Brás da Cunha, pela compreensão, flexibilidade e conhecimento transmitido e que me permitiu conciliar a elaboração deste trabalho com o exigente trabalho do escritório.

À Doutora Daniela Baptista, por todo o apoio na elaboração deste trabalho, por todo o tempo disponibilizado e pelo conhecimento proporcionado. Obrigado por toda a sua dedicação!

A todos os meus familiares e amigos, que foram uma presença e apoio constante e cujos momentos partilhados recordo com grande estima e carinho.

À Universidade Católica Portuguesa e a todos os seus docentes e profissionais, pelos douts conhecimentos proporcionados ao longo da licenciatura e mestrado.

Índice

| | |
|--|-----------|
| Lista de Abreviaturas..... | 1 |
| INTRODUÇÃO..... | 2 |
| Capítulo I - Oferta Pública de Aquisição: Considerações gerais..... | 4 |
| 1. Conceito e âmbito..... | 4 |
| 2. Características da OPA..... | 7 |
| 3. Causas de vulnerabilidade das sociedades que podem propiciar o lançamento de uma OPA | 8 |
| 4. Sociedades Abertas | 9 |
| Capítulo II - Poderes e deveres dos membros do órgão de administração... | 12 |
| 1. Poderes do órgão de administração | 12 |
| 2. Deveres de atuação | 14 |
| 2.1. Deveres gerais | 14 |
| 2.2. Deveres específicos na pendência de OPA | 16 |
| Capítulo III - Conflitos de interesses na pendência de uma OPA hostil..... | 20 |
| 1. Corporate Governance | 20 |
| 2. Problemas de agência e respetivos custos..... | 23 |
| 3. O problema dos conflitos de interesses numa OPA hostil e a necessidade de limitar os poderes da sociedade | 25 |
| 3.1. Soluções para o problema no ordenamento jurídico comunitário e português | 30 |
| 3.2. Interesses protegidos pelo art. 182º do Cód.VM. | 34 |
| 3.3. Soluções apresentadas por outros ordenamentos jurídicos..... | 35 |
| 3.4. Conflitos de interesses entre os acionistas de controlo e os acionistas minoritários | 37 |
| Capítulo IV - Mecanismos para minimizar os conflitos e custos de agência | 40 |
| 1. Mecanismos internos..... | 40 |
| 1.1. Os administradores independentes | 40 |
| 1.2. Políticas de remuneração | 43 |
| 2. Mecanismos externos..... | 44 |
| 2.1. O mercado do controlo societário: Das OPAs | 44 |
| CONCLUSÃO | 48 |
| BIBLIOGRAFIA | 50 |

Lista de Abreviaturas

| | |
|----------|---|
| AG | Assembleia Geral |
| Al(s). | Alínea(s) |
| Art(s). | Artigo(s) |
| Cap. | Capítulo |
| Cf. | Conferir |
| CGS | Código de Governo das Sociedades |
| CMVM | Comissão do Mercado de Valores Mobiliários |
| COB | <i>Commission des Operations de Bourse</i> |
| Cód. VM. | Código dos Valores Mobiliários |
| CONSOB | <i>Commissione Nazionale per le società e la borsa</i> |
| CSC | Código das Sociedades Comerciais |
| DL | Decreto-lei |
| nº(s) | Número(s) |
| OCDE | Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico |
| OPA(s) | Oferta(s) Pública(s) de Aquisição |
| OPD | Oferta Pública de Distribuição |
| OPS | Oferta Pública de Subscrição |
| OPV | Oferta Pública de Venda |
| p. | Página |
| pp. | Páginas |
| Pt. | Ponto |
| ss. | Seguintes |
| V. | Vide |
| v.g. | Por exemplo |

INTRODUÇÃO

A escolha do tema do presente estudo – “OPA hostil - Dos conflitos de interesses” – deve-se à necessidade de analisar concretamente os inúmeros interesses que podem surgir na pendência de uma oferta pública de aquisição e em que medida é que estes podem entrar em conflito.

Como refere João Cunha Vaz¹, “a eventualidade do sucesso de uma OPA altera o equilíbrio de poderes existente, constituindo um fator perturbador no processo de decisão de determinados administradores, os quais poderão ceder à tentação de dar prioridade a outros interesses desviantes, que não aqueles devidos na sua atividade de administrar, em particular, os dos acionistas”.

Afigura-se assim necessário encontrar mecanismos, não só legislativos, destinados a evitar que o órgão de administração da sociedade visada, durante o período da OPA, possa adotar comportamentos suscetíveis de perturbar ou frustrar o êxito da oferta, aproveitando-se da posição privilegiada que assumem na sociedade visada.

A nossa investigação tem por objeto a identificação e estudo dos vários interesses conflitantes no decurso de uma OPA, bem como a análise de mecanismos de *Corporate Governance* (internos e externos) que possam ser eficientes a mitigar os mesmos.

Assim, no capítulo I iniciamos a nossa exposição com uma referência ao conceito e âmbito de uma OPA, percebendo assim em que consiste este mecanismo de concentração empresarial, passando pelas suas finalidades, características e causas de vulnerabilidade de uma sociedade que podem propiciar o lançamento de uma OPA. Finalizamos com uma breve alusão às sociedades abertas enquanto sociedades destinatárias de uma OPA.

¹ (Vaz, 2011, p. 200)

No capítulo II abordamos os poderes e deveres do órgão de administração de uma sociedade, nomeadamente os deveres gerais e específicos na pendência de uma OPA.

No capítulo III centrámo-nos nos potenciais conflitos de interesses que poderão surgir na pendência de uma OPA hostil. Para tal, iniciamos com a explanação da importância do movimento de *Corporate Governance* na tentativa de desenvolver mecanismos e princípios destinados a mitigar os conflitos existentes e a reduzir os custos de agência, passando pela definição da relação existente entre acionistas e órgão de administração e dos problemas e custos que advém da referida relação. Em seguida, analisamos os interesses dos vários intervenientes no processo de OPA - titulares dos valores mobiliários, oferente e órgão de administração da sociedade visada pela OPA -, e em que medida é que estes entram em conflito, bem como a necessidade de limitar a atuação do órgão de administração no decurso de uma OPA.

Posteriormente aludimos às soluções apresentadas pela União Europeia, através da Directiva das OPAs e pelo nosso ordenamento jurídico, destacando os interesses protegidos pelo art. 182º Cód.VM. De seguida fazemos uma breve referência às soluções adotadas por outros ordenamentos jurídicos.

Atendemos ainda aos conflitos de interesses que no decorrer de uma OPA podem ocorrer entre acionistas de controlo e os acionistas minoritários.

Por último, no capítulo IV procedemos à exposição de alguns mecanismos (internos e externos) de *Corporate Governance* que podem ser idóneos a minimizar os referidos conflitos e a incentivar o alinhamento dos interesses entre administradores e acionistas.

Capítulo I - Oferta Pública de Aquisição: Considerações gerais

1. Conceito e âmbito

A Oferta Pública de Aquisição – ou OPA – tem assumido um papel crescente enquanto técnica de controlo empresarial, tendente à aquisição do controlo societário, através da compra de valores mobiliários da sociedade alvo.²

A Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição (Directiva das OPA), também conhecida por 13ª Directiva do direito das sociedades³, pretendeu uniformizar o regime das OPAs a nível comunitário, definindo-a como “uma oferta pública (que não pela sociedade visada⁴) feita aos titulares de valores mobiliários⁵ 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 aquisição de controlo nos termos do direito nacional”.

No ordenamento jurídico português, a definição legal de OPA⁶ não é apresentada: o Código das Sociedades Comerciais⁷ e o Código dos Valores

² Sobre a OPA enquanto técnica de aquisição de controlo v. (Guiné, 2009, p. 19) e enquanto técnica de concentração empresarial v. (Câmara, 2011, pp. 572-573)

³ Para uma análise mais aprofundada sobre a Directiva das OPA e a sua transposição, v. (Hopt, 2002); (Cordeiro, 2004); (Roqueiro, 2007, pp. 31-37); (Couto, 2006)

⁴ A sociedade cujos valores mobiliários são objeto de uma OPA é designada por sociedade visada; já a pessoa singular ou coletiva, de direito público ou privado, que lança uma OPA é designado por oferente.

⁵ Sobre o conceito e espécies de valores mobiliários v. (Câmara, 2011, pp. 89-187); (Castro, 1996); (Antunes, 2009)

⁶ Chamo a atenção para o facto de a OPA (regulada nos arts. 173º e ss.) se distinguir da OPD (Oferta Pública de Distribuição – arts. 159º e ss.), a qual se subdivide em OPS (Oferta Pública de Subscrição – arts. 168º e ss.) e OPV (Oferta Pública de Venda – arts. 170º e ss.). Sobre esta distinção v. (Câmara, 2011, pp. 565-572).

⁷ Aprovado pelo DL n.º 262/86, de 02 de Setembro. Adiante referido como CSC.

Mobiliários⁸ não contém qualquer definição de OPA, referindo apenas o art. 173º do Cód.VM.⁹ que a OPA “é dirigida a todos os titulares de valores mobiliários que dela são objeto”.

Saliente-se que a OPA pode surgir sob várias modalidades, todavia para o escopo deste trabalho é, sobretudo, relevante a OPA hostil, pois neste tipo de oferta poderão surgir inúmeros conflitos, na medida em que os titulares do órgão de administração, estando contra a OPA e sentindo a sua posição ameaçada, estarão tentados a adotar ações com vista à frustração da operação. Assim, a OPA hostil poderá colocar em conflito vários interesses: nas sociedades com capital disperso, os interesses dos acionistas com os dos administradores, e nas sociedades com o capital concentrado os interesses dos acionistas minoritários com os dos acionistas de controlo, como se analisará no capítulo 3.

Assim, a OPA hostil¹⁰ é apenas uma designação para identificar a oferta que é efetuada sem o acordo da Administração da sociedade visada e “não significa que se trate de uma oferta em que os métodos utilizados sejam ilícitos. Trata-se tão só de uma expressão que visa assacar uma carga negativa a um tipo de oferta que é perfeitamente natural”.¹¹

A OPA consiste numa proposta contratual dirigida aos titulares de valores mobiliários emitidos pela sociedade visada, tendo em vista a aquisição desses

⁸ Aprovado pelo DL nº 486/99, de 13 de novembro. Adiante referido como Cód.VM.

⁹ Todos os artigos adiante citados sem qualquer outra menção são do Cód.VM.

¹⁰ Sobre a ideia de hostilidade v. (Cordeiro, 1994, p. 767), para quem a OPA não pode ser hostil em relação aos acionistas da sociedade visada pois, geralmente, traduz uma proposta agradável, mas apenas na perspetiva dos seus administradores porque no caso de a OPA ser bem sucedida a nova estrutura acionista irá certamente destituí-los e nomear pessoas da sua confiança para administrar a sociedade. V. igualmente (Guilarte & Hermida, 2002, pp. 31-32); (Fragoso, 2005, pp. 11-12) Já (Pereira, 2007) prefere a denominação OPA inesperada porque não previamente acordada, em detrimento da designação OPA hostil.

¹¹ (Garcia, 1995, pp. 84, nota 190)

valores mobiliários, através de um processo¹² tipificado na lei que se desenrola durante um determinado prazo.

Nesta operação, regra geral, o oferente propõe a aquisição dos valores mobiliários aos seus titulares por um valor superior ao da sua cotação no mercado, de forma a incentivá-los a aceitar a oferta, realizando assim uma mais-valia com a alienação dos seus valores mobiliários.

Refira-se que nada impede que a OPA seja lançada por um valor inferior ao da cotação dos valores mobiliários “mas nesse caso ela está em princípio votada ao fracasso, uma vez que os investidores em geral procuram obter uma mais-valia com a alienação dos seus valores mobiliários e, por isso, regra geral não aceitam uma oferta deste género.”¹³

Quanto ao seu objeto, a OPA pode ser dirigida em relação a qualquer valor mobiliário previsto no art. 1º mas, geralmente, incide sobre ações ou valores mobiliários que confirmam o direito à sua subscrição ou aquisição com direito de voto, uma vez que é através do exercício do direito de voto em Assembleia Geral (AG) que se obtém o controlo de uma determinada sociedade. Não obstante o legislador conceder esta liberdade, o art. 173º/3 limita a aplicação de determinadas regras¹⁴ à OPA lançada apenas sobre valores mobiliários que não sejam ações ou valores mobiliários que conferem direito à sua subscrição ou aquisição.

Ainda que seja unânime na doutrina que a finalidade principal das OPA é a aquisição do controlo da sociedade visada, apresentando vantagens em comparação com outras formas de aquisição do domínio sobre uma sociedade, a OPA pode ser efetuada com outras finalidades, nomeadamente: realização de uma mais-valia, ou seja, o oferente pode pretender adquirir os valores mobiliários

¹² Sobre as várias etapas do processo v. (Câmara, 2011, pp. 559-561); (Vaz, 2011, pp. 90, nota 148); (Guiné, 2009, pp. 17-19)

¹³ (Fragoso, 2005, pp. 11, nota 14)

¹⁴ Não se aplicam as regras relativas ao anúncio preliminar (art. 175º e 176º), deveres de informação sobre transações efetuadas (art. 180º/1 al. b)), deveres do emitente, oferta concorrente (art. 185º e ss.) e OPA obrigatória (art. 187º e ss.).

emitidos pela sociedade visada por um certo preço para posteriormente os alienar por um preço superior, realizando assim um proveito, resultante da diferença entre o preço de aquisição e o preço de alienação desses valores mobiliários; reforço do domínio já detido pelo oferente; realização de lucro imediato, através do desmantelamento da sociedade visada e da venda dos seus ativos; exploração de sinergias, ou seja, o oferente pode pretender juntar a sociedade visada a outra já detida por ele, procurando aumentar a ação, influência e lucros do grupo; eliminação de um concorrente, através da fusão da sociedade visada na sociedade oferente ou da dissolução e liquidação da sociedade visada, com vista a vender os seus ativos, realizando um lucro imediato, e aproveitar os seus clientes e quota de mercado; e obtenção de grandes compensações financeiras (*greenmail*), ou seja, o oferente adquire uma quantia razoável de valores mobiliários e depois ameaça o órgão de administração da sociedade visada com o lançamento de uma OPA se este não lhe comprar os valores mobiliários por um valor muito superior ao da aquisição.¹⁵

2. Características da OPA

Uma das mais importantes características da OPA é o facto de permitir ao oferente dirigir-se diretamente a todos os acionistas da sociedade visada, oferecendo a aquisição dos valores mobiliários de que são titulares, com o benefício de ser uma aquisição que envolve uma única operação e que não corre o risco de insucesso visto que a operação é, normalmente, subjugada à obtenção de uma determinada percentagem de aceitação, de se conseguir ultrapassar a oposição da Administração e/ou do grupo acionista de controlo.

Além disso, sendo a oferta dirigida ao mesmo tempo e nas mesmas condições a todos os titulares de valores mobiliários emitidos pela sociedade visada, o processo de OPA permite tratá-los de forma paritária, observando o princípio da igualdade de tratamento e possibilitando que todos os acionistas, particularmente

¹⁵ Sobre as diversas finalidades que uma OPA pode assumir v. (Fragoso, 2005, pp. 9-10); (Garcia, 1995, pp. 38, nota 73); (Guiné, 2009, pp. 19-20); (Cordeiro, 1994, p. 764; 768)

os minoritários, beneficiem do prémio de controlo¹⁶ que o oferente está disposto a pagar pela aquisição do domínio da sociedade visada.

Estas características da OPA permitem distingui-la de outras técnicas de aquisição de valores mobiliários, designadamente da compra sucessiva de ações em bolsa (*ramassage*). O *ramassage* consiste na compra sistemática de valores mobiliários, em bolsa, até atingir um número de títulos que confirmam o controlo da sociedade. Contudo, este processo ostenta vários inconvenientes uma vez que implica uma compra sucessiva durante um período indeterminado e a preços que podem variar ao longo do tempo, tornando o custo da operação bastante imprevisível e demorado, e sujeitando o interessado ao risco de adquirir um conjunto de valores mobiliários que não lhe conferem o pretendido domínio da sociedade.¹⁷

Nas palavras de Paulo Câmara¹⁸, “as OPA apelam a uma decisão de alienação de valores mobiliários: visam decisões de desinvestimento.”

3. Causas de vulnerabilidade das sociedades que podem propiciar o lançamento de uma OPA

Existem razões que tornam determinadas sociedades mais vulneráveis às OPAs e que favorecem a decisão de lançar uma OPA. Essas razões podem agrupar-se em dois grandes tipos: económicas e jurídicas.

Entre as razões económicas, podemos mencionar a pequena dimensão da sociedade, que se traduz em custos reduzidos para o oferente; a subcapitalização bolsista dos valores mobiliários que permitem ao oferente a realização uma mais-valia; existência de acionistas que apenas estão interessados em realizar mais-valias e que, por esse motivo, facilmente alienam os seus valores mobiliários perante uma OPA vantajosa (*sleeping partners*); grande dispersão do capital; ausência de uma maioria de controlo; pouca distribuição de dividendos e grandes

¹⁶ Sobre esta matéria v. (Garcia, 1995, p. 18), o qual afirma que o prémio de controlo é o valor pago a mais pelos títulos que conferem o controlo da sociedade.

¹⁷ Cf. (Garcia, 1995, pp. 16-17)

¹⁸ (Câmara, 2011, p. 571)

assimetrias de informação, o que leva os acionistas a venderem os seus títulos com vista a realizarem proveitos através de uma mais-valia; e existência de importantes reservas ocultas.

Quanto às razões jurídicas, as sociedades com mais vulnerabilidade às OPAs são aquelas que não adotaram medidas defensivas preventivas (estatutárias)¹⁹ e que não pertencem a nenhum setor de atividade protegido.^{20 21}

4. Sociedades Abertas

Não podia terminar o presente capítulo sem fazer uma referência às sociedades com o capital aberto ao investimento público, também designadas pelo Cód.VM. de modo abreviado por sociedades abertas.²²

No âmbito deste trabalho, é essencial definir o que se entende por sociedade aberta pois este conceito servirá para várias finalidades, nomeadamente para delimitar o conceito de oferta pública (art. 109º/3, a)), definir o âmbito de aplicação do dever de lançamento de OPA que recai sobre aquele cuja participação na sociedade aberta ultrapasse determinadas percentagens (art. 187º e ss.), bem como do regime da aquisição tendente ao domínio total, plasmado nos arts. 194.º e ss. e, bem assim, para a sujeitar à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Imobiliários (CMVM) (art. 359º/1).²³

Uma das características das sociedades abertas é o facto de terem a estrutura acionista bastante fracionada, através da dispersão das ações representativas do capital social pelo público, e, conseqüentemente, o facto de existir uma maior

¹⁹ Sobre as medidas defensivas preventivas v. (Garcia, 1995, pp. 286-307); (Vaz, 2011, pp. 154-159); (Fragoso, 2005, pp. 38-43); (Cordeiro, 1994, pp. 772-774); (Cordeiro, 1998, pp. 135-137); (Guiné, 2009, pp. 29-58)

²⁰ Um dos sectores protegidos é o das instituições de crédito, nos termos do art. 102º e 103º do Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras (RGICSF).

²¹ Cf. (Garcia, 1995, pp. 285-286); (Fragoso, 2005, pp. 10-11)

²² Para um conhecimento mais aprofundado nesta matéria v. (Câmara, 2011, pp. 495-541); (Silva, 2005, p. 227 e ss.)

²³ Cf. (Câmara, 2011, pp. 495-496)

probabilidade de uma minoria de sócios se reunir e assumir uma posição de controlo sobre a sociedade, bem como um risco mais elevado da existência de problemas de agência (*agency problems*)²⁴.

A qualidade de sociedade aberta é adquirida automaticamente desde que se verifique umas das situações previstas no art. 13º, não dependendo de qualquer declaração administrativa ou judicial. Como refere Paulo Câmara, “uma sentença que confirme a natureza de sociedade aberta terá sempre alcance declarativo, e não constitutivo.”²⁵

Assim, a natureza de “sociedade aberta” resulta da verificação de algum dos cinco critérios previstos no art. 13º: as sociedades constituídas através de oferta pública de subscrição; as sociedades emitentes de ações ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou à aquisição de ações realizadas através de oferta pública de subscrição; as sociedades emitentes de ações ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, que estejam ou tenham estado admitidas à negociação em mercado regulamentado; as sociedades emitentes de ações que tenham sido alienadas em oferta pública de venda ou de troca em quantidade superior a 10% do capital social dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal; e as sociedades constituídas a partir de cisão ou fusão de uma sociedade aberta.

A qualificação de uma sociedade como “aberta” é relevante pelo facto de ficarem submetidas a um regime jurídico específico e mais exigente. Este regime justifica-se pela existência de diversos interesses conflitantes nas sociedades abertas, nomeadamente na pendência da OPA²⁶, entre acionistas e acionistas e administradores, que devem ser regulados, de forma a evitar os potenciais conflitos entre esses interesses.

Como consequência desta qualificação, as sociedades ficam sujeitas a uma rigorosa supervisão da CMVM (art. 359.º/1, al. c)), bem como a um conjunto de

²⁴ Sobre estes problemas v. Cap. III, pt. 2.

²⁵ (Câmara, 2011, p. 513)

²⁶ Sobre os possíveis conflitos de interesses no decurso da OPA v. Cap. III, pt. 3. e 3.4.

deveres de comunicação, igualdade de tratamento, transparência e divulgação, com a finalidade de proteger o investidor e, em geral, o mercado de valores mobiliários.

Por último, importa referir que a qualidade de sociedade aberta pode ser perdida a qualquer momento quando se verifique alguma das situações previstas no art. 27º, dependendo sempre de uma decisão formal da CMVM. Com a declaração de perda desta qualidade, as ações da sociedade bem como os valores mobiliários que dão direito à sua subscrição ou aquisição são imediatamente excluídos da negociação em mercado regulamentado pelo prazo mínimo de um ano.

Capítulo II - Poderes e deveres dos membros do órgão de administração

No âmbito deste trabalho importa ter em consideração os poderes e deveres que recaem sobre os membros do órgão de administração das sociedades anónimas no exercício das suas funções, principalmente na pendência de uma OPA.

1. Poderes do órgão de administração

O conselho de administração das sociedades anónimas assume um papel importante na vida societária pois é um órgão com poderes exclusivos de representação da sociedade e a quem compete a gestão das atividades da mesma.²⁷

O CSC atribui ao conselho de administração poderes de administração e de representação²⁸ da sociedade (art. 405º a 408º do CSC), devendo os administradores praticar todos os atos necessários ou convenientes para a realização do objeto social e, bem assim, atuar de forma a alcançar os objetivos que sejam do interesse da sociedade e dos seus acionistas.

Relativamente às matérias de gestão da sociedade, importa articular a aplicação do art. 405º CSC com o art. 373º/3 CSC, segundo o qual os acionistas só podem deliberar sobre estas matérias a pedido do órgão de administração. Esta norma reforça a competência exclusiva do órgão de administração em matérias desta natureza, ficando a AG com os seus poderes limitados, só podendo deliberar se para tal for solicitada.

Os poderes de gestão encontram-se elencados no art. 406º CSC a título meramente exemplificativos, podendo o conselho de administração deliberar sobre

²⁷ Sobre o órgão de administração das sociedades anónimas v. (Correia, 1993)

²⁸ Nos termos do art. 408º CSC, os poderes de representação do conselho de administração são exercidos conjuntamente pelos administradores, ficando a sociedade vinculada pelos negócios jurídicos concluídos pela maioria dos administradores ou por eles ratificados, ou por número menor destes fixado no contrato de sociedade.

qualquer outro assunto de administração da sociedade. De entre outros poderes, compete deliberar sobre os relatórios e contas anuais; a aquisição, alienação e oneração de bens imóveis; a prestação de cauções e garantias pessoais ou reais pela sociedade; a abertura ou encerramento de estabelecimentos ou de partes importantes destes; as extensões ou reduções importantes da atividade da sociedade; as modificações importantes na organização da empresa; a mudança de sede e aumentos de capital, nos termos previstos no contrato de sociedade; e os projetos de fusão, de cisão e de transformação da sociedade.

Também nesta matéria, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) reconhece que “além de dirigir a estratégia da sociedade, o órgão de administração é principalmente responsável pela fiscalização do desempenho dos gestores e pela obtenção do adequado rendimento para os acionistas, evitando conflitos de interesses e arbitrando pretensões concorrentes sobre a sociedade”, bem como da “supervisão dos sistemas que visam assegurar o cumprimento da legislação aplicável”.²⁹

Todavia, a partir do momento em que haja conhecimento da decisão de lançamento de uma OPA que incida sobre mais de um terço dos valores mobiliários da respetiva categoria e na pendência da mesma, o conselho de administração da sociedade visada assiste a uma limitação dos seus poderes de gestão. Esta limitação não é total: os administradores continuam a ter poderes para tomar as decisões que sejam necessárias para resolver as situações que surgem no dia-a-dia da sociedade, encontrando-se apenas proibidos de praticar atos que preencham cumulativamente os três requisitos previstos no art. 182º.

Nos termos do art. 182º, no decurso da OPA, o conselho de administração está impedido de exercer os poderes e de praticar atos suscetíveis de 1) alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade, 2) que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e 3) que sejam suscetíveis de afetar de modo significativo os objetivos do oferente.

²⁹ Cf. (OCDE, 2004, p. 61)

Contudo, a lei autoriza a prática desses atos na pendência da OPA nas situações elencadas no art. 182º/3, nomeadamente com a devida autorização dos acionistas reunidos em AG, devendo a mesma ser exclusivamente convocada para o efeito.

Em suma, como refere João Cunha Vaz³⁰, “enquanto que no decorrer da vida normal da sociedade compete ao órgão de administração gerir as atividades da mesma, não podendo os acionistas deliberar sobre matérias de gestão, salvo a pedido do órgão de administração – a AG está portanto limitada quanto à gestão – , já no decorrer de uma OPA o mesmo órgão de administração vê certos dos seus poderes de gestão limitados e sujeitos à aprovação pelos acionistas – é a AG quem legitima a sua prática neste período particular”.

2. Deveres de atuação

Na sua atuação enquanto órgão com poderes de representação e de administração, os administradores devem observar um conjunto de deveres e regras de conduta, de forma que os interesses da sociedade e dos acionistas sejam respeitados. Deste modo, importa destacar os deveres fiduciários dos membros do órgão de administração e, bem assim, os particulares deveres que surgem na pendência de OPA.

2.1. Deveres gerais

Segundo os Princípios da OCDE VI.A, “os membros do órgão de administração devem agir com base em informações completas, de boa fé, com a devida diligência e cuidado e no melhor interesse da empresa e dos seus acionistas.”³¹

Este princípio prevê 2 tipos de deveres: dever de lealdade e o dever de cuidado. O dever de cuidado obriga os administradores a agir com base em informações completas, de boa fé e com a devida diligência, enquanto que o dever de lealdade obriga a orientar a sua conduta de modo a não colocar em causa os interesses da sociedade e dos seus acionistas.

³⁰ (Vaz, 2011, p. 127)

³¹ (OCDE, 2004, p. 62)

Com a reforma societária de 2006, os deveres fiduciários dos gerentes ou administradores foram densificados³² e esclarecidos pelo legislador nacional, de modo a “permitir um mais fácil controlo do seu desempenho”.³³ Assim, com a redação introduzida pelo DL nº 76-A/2006, de 29 de Março, o art. 64º do CSC passou a obrigar os gerentes, administradores e os titulares de órgãos sociais com funções de fiscalização a observar deveres de cuidado e deveres de lealdade.

Em relação aos deveres de cuidado, a al. a) do art. 64º do CSC determina que a atuação deve revelar disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da atividade da sociedade adequados às funções para que foi designado, empregando a diligência de um gestor criterioso e ordenado.³⁴

Nos termos da al. b), os administradores devem atuar no interesse da sociedade, privilegiando a prossecução dos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses legítimos de outros sujeitos relevantes para o funcionamento da empresa, nomeadamente trabalhadores, credores, fornecedores e clientes (*stakeholders*).³⁵ Daqui resulta a ideia que a sociedade deve ser administrada com atenção aos interesses de longo prazo dos seus acionistas, devendo os administradores abster-se de tomar decisões que produzam resultados positivos no imediato mas que no futuro se revelem como prejudiciais e, bem assim, de promover o seu próprio benefício ou interesses alheios.

Relativamente à relevância dos interesses dos sócios e dos *stakeholders* para o interesse social, a atual norma é clara. Os administradores devem atender

³² (Vaz, 2011, p. 130) refere que a redação anterior do art. 64º era “insuficiente na medida em que, por exemplo, não fazia alusão aos deveres de lealdade dos administradores, deixava de fora os membros do órgão de fiscalização e colocava no mesmo nível de proteção os interesses dos acionistas e os interesses dos trabalhadores.”

³³ (Vaz, 2011, p. 131)

³⁴ (Guiné, 2009, p. 63) entende que o art. 64º vai mais além, prevendo ainda deveres de investigação, de controlo, de adotar um processo de decisão razoável e de tomar decisões razoáveis.

³⁵ Na definição de interesse social divergem duas correntes: a corrente institucionalista e a corrente contratualista. Sobre as duas correntes v. (Ribeiro, 2012a, pp. 535-543); (Vaz, 2011, pp. 136-138)

primordialmente aos interesses dos acionistas, assumindo os interesses dos *stakeholders* um carácter instrumental, na medida em que “já veem os seus direitos protegidos pelos contratos de que são parte e as normas específicas que os protegem, do direito do trabalho, do consumo, do ambiente, da concorrência, da insolvência”.³⁶

Apesar do carácter instrumental, os interesses dos *stakeholders* devem ser ponderados pelos administradores uma vez que o contributo daqueles constitui um recurso valioso para a construção de empresas competitivas e saudáveis. Assim, para as sociedades é vantajoso a consideração dos interesses dos *stakeholders*, promovendo a interação destes sujeitos de forma que as suas expectativas sejam percebidas e tuteladas e, conseqüentemente, o incentivo para a sua produtividade seja maior.³⁷

2.2. Deveres específicos na pendência de OPA

Por último, importa analisar os deveres específicos que recaem sobre os membros do órgão de administração da sociedade visada na pendência de uma OPA.

Antes de mais, no decurso de uma OPA a Administração da sociedade deve continuar a observar os princípios da igualdade de tratamento dos titulares dos valores mobiliários emitidos pela sociedade que pertençam à mesma categoria, e da transparência, abstendo-se de beneficiar uns titulares de valores mobiliários em detrimento de outros ou os seus próprios interesses, nomeadamente através de divulgação de informações, e prestando informações completas, verdadeiras e atuais aos titulares dos valores mobiliários e à CMVM, no âmbito das suas funções de supervisão. A administração da sociedade visada deve ainda assegurar a

³⁶ (Guiné, 2009, p. 71)

³⁷ No mesmo sentido v. (OCDE, 2004, p. IV. 47)

igualdade de tratamento entre os oferentes quanto à informação que lhes é prestada (art. 185º).³⁸

Como referimos anteriormente³⁹, a partir do momento em que tenha conhecimento da decisão de lançamento de OPA, o órgão de administração vê os seus poderes limitados e reconduzidos a um dever de gestão corrente da vida societária, não podendo praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade, que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que sejam suscetíveis de afetar de modo significativo os objetivos do oferente.

Ainda perante o lançamento de uma OPA recai sobre o órgão de administração da sociedade visada o dever de elaborar e divulgar um relatório sobre a oferta, consagrado no art. 181º.

É precisamente o que a nível comunitário é imposto pelo art. 9º/5 da Directiva das OPA, segundo o qual a Administração deve elaborar e tornar público um documento de que conste o seu parecer fundamentado sobre a oferta, nomeadamente quanto às repercussões da aplicação da oferta sobre os interesses da sociedade no seu conjunto, incluindo o emprego, e quanto aos planos estratégicos do oferente para a sociedade visada e as suas eventuais repercussões a nível do emprego e dos locais em que a sociedade exerça atividade enunciados no documento de oferta.

No nosso ordenamento jurídico, a Administração da sociedade visada, depois de elaborar o relatório sobre a oportunidade e as condições da oferta, deve enviá-lo ao oferente e à CMVM, bem como divulgá-lo publicamente. A informação nele

³⁸ Nesse sentido a CMVM afirma, no seu parecer genérico sobre os deveres de comportamento na pendência de OPA, que a Administração da sociedade visada não pode facultar informação privilegiada designadamente a potenciais oferentes concorrentes. Cf. (CMVM, 2006, pt. I e II, nº 3)

³⁹ Supra Cap. II, pt. 1.

prestada deve obedecer às exigências de completude, veracidade, atualidade, clareza, objetividade e licitude (art. 181º e 7º).⁴⁰

O relatório assenta numa apreciação objetiva e crítica da oferta, visando essencialmente informar e aconselhar os acionistas sobre as suas condições, os planos do oferente e o impacto geral provocado pela OPA nos interesses da sociedade, de forma a que disponham de todas as informações relevantes para tomar uma decisão esclarecida (de aceitação ou não da oferta).

Outra função do relatório é permitir ao órgão de administração da sociedade visada expor a sua visão, objetivos e perspectivas futuras para a sociedade, ficando os acionistas a saber com o que podem contar da presente Administração caso não vendam os seus valores mobiliários em OPA.⁴¹

Ainda sobre este relatório a CMVM aludiu, no seu parecer genérico sobre os deveres de comportamento na pendência de OPA, que “o órgão de administração da sociedade visada deve pronunciar-se sobre a oferta através do seu relatório, devendo este ser atualizado em caso de revisão da oferta em aspetos reputados como significativos pela CMVM”.⁴²

Por último, importa sublinhar que, durante este período, o órgão de administração da sociedade visada está sujeito a outros deveres de cooperação previstos no art. 181º/5.

Assim, na pendência de OPA, sobre o órgão de administração impende, além do dever de agir de boa fé, deveres de informar diariamente a CMVM sobre as transações realizadas pelos seus membros sobre valores mobiliários emitidos pela sociedade visada, bem como prestar todas as informações que lhe venham a ser

⁴⁰ Segundo (Câmara, 2011, p. 586), a aplicação das exigências é relevante porque evitam que o órgão de administração anuncie promessas não exequíveis, com a finalidade de frustrar o sucesso de uma OPA.

⁴¹ Sobre a elaboração e as funções do relatório a cargo do órgão de administração v. (Câmara, 2011, pp. 583-586); (Guiné, 2009, pp. 116-121); (Vaz, 2011, pp. 143-147) e (Garcia, 1995, pp. 205-207)

⁴² Cf. (CMVM, 2006, pt. I e II, n.º 4)

solicitadas pela CMVM, no âmbito das suas funções de supervisão. Em relação aos trabalhadores, a lei impõe que o órgão de administração informe os representantes dos seus trabalhadores ou, na sua falta, os próprios trabalhadores sobre o conteúdo dos documentos da oferta e do relatório por si elaborado.⁴³

Nos termos do art. 9º/5 da Directiva das OPA e do art. 181º/4, os trabalhadores, diretamente ou através dos seus representantes, têm o ónus de submeter, até ao início da oferta, um parecer sobre as repercussões da oferta a nível do emprego, o qual deve ser apenso ao relatório do órgão de administração.

Do que antecede resulta que, no decorrer da vida normal da sociedade, a Administração é o órgão a quem compete exclusivamente a representação e gestão da sociedade, ao qual a lei atribui poderes e impõe deveres para o exercício das suas funções. Enquanto no decorrer de uma OPA, esses poderes encontram-se limitados e a observância dos deveres assume uma importância maior pelo facto de ser uma operação que potencia o surgimento de conflitos de interesses entre os acionistas e o órgão de administração, como se analisará no capítulo seguinte.

⁴³ (Câmara, 2011, p. 587)

Capítulo III - Conflitos de interesses na pendência de uma OPA hostil

1. *Corporate Governance*⁴⁴

A partir do séc. XX assistiu-se ao crescimento e expansão das empresas e à larga dispersão do capital⁴⁵, o que contribuiu para o distanciamento dos acionistas da gestão das sociedades, originando a separação entre a propriedade da empresa e a sua gestão.⁴⁶

O crescimento das empresas obriga à captação de um elevado montante de capital, por norma de difícil alcance por um único investidor. Nesse sentido, observa-se uma grande dispersão do mesmo pelo público motivada pela necessidade de captar mais fundos para investir e também pelo facto de permitir uma maior diversificação do risco pelos investidores.⁴⁷

Naturalmente, fruto desta dispersão de capital associado à exigência de conhecimentos e ao exercício de funções de gestão cada vez mais especializadas, tornou-se necessário delegar cada vez mais autoridade e poderes de decisão nos membros do órgão de administração, encontrando-se os acionistas afastados da gestão da sociedade.

Contudo, este fenómeno de separação entre a propriedade e a gestão potencia o surgimento de conflitos de agência, ou seja, possibilita que os administradores decidam de forma contrária aos interesses dos acionistas, prosseguindo os seus

⁴⁴ Expressão anglo-saxônica. “Governo das Sociedades”, na designação portuguesa.

⁴⁵ (Fernandes, 2014, p. 7)

⁴⁶ Sobre as vantagens da separação entre a propriedade e o controlo v. (Fernandes, 2014, pp. 9, nota 6), a qual considera que “a separação permite, por um lado, que os acionistas participem nos resultados associados à atividade empresarial, mesmo que não tenham conhecimentos e competências empresariais e/ou não queiram/possam despende tempo com a gestão e, por outro, permite aos gestores realizar projetos rentáveis mesmo que não disponham de recursos monetários para tal. Além disso, a dispersão do capital permite a diversificação do risco”.

⁴⁷ (Câmara, 2011, p. 574) afirma que “a decisão (...) de dispersão do capital pelo mercado significa uma maior vulnerabilidade relativamente a tomadas hostis.”

próprios interesses.⁴⁸ Face à exigência de conhecimentos cada vez mais especializados, à delegação de poderes e às assimetrias de informação, os acionistas deparam-se com enormes dificuldades em controlar a atuação dos membros do órgão de administração, cujo acompanhamento acarreta avultados custos de monitorização.

Deste modo, tornou-se essencial desenvolver um conjunto de mecanismos e princípios que amenizem os conflitos entre acionistas e administradores, bem como os custos de agência associados ao desalinhamento dos interesses dos vários agentes.

A expressão *Corporate Governance* designa, precisamente, o “conjunto de mecanismos de controlo interno e externo que procuram harmonizar os conflitos entre os acionistas e gestores, resultantes da separação entre propriedade e controlo”⁴⁹, sendo um elemento fundamental na melhoria da eficiência e eficácia da gestão da sociedade, bem como no reforço da confiança do investidor, na medida em que as boas práticas societárias contribuem para a estabilidade dos mercados e para o crescimento económico.⁵⁰

⁴⁸ A este respeito a doutrina destaca a teoria da agência (*Agency theory*), a qual aborda a questão da separação entre a propriedade da empresa (acionistas) e a sua gestão (administradores), reforçando a ideia de que esta relação é problemática uma vez que os interesses dos administradores encontram-se desalinhados dos interesses dos acionistas e que os primeiros são avessos ao risco, comportando diversos perigos, como os negócios em proveito próprio. Esta teoria considera ainda que os administradores tendem a prosseguir os seus próprios interesses em detrimento dos acionistas e que, por essas razões, é necessário alinhar os interesses em causa através de regras e mecanismos que otimizem a *performance* e permitam controlar as atuações dos administradores. Cf. (Vaz, 2011, pp. 19-20)

⁴⁹ (Berle & Means apud Vaz, 2011, p. 15)

⁵⁰ No mesmo sentido, (Cunha, 2006, p. 457) define *Corporate Governance* como o “conjunto de regras e princípios que a administração de uma sociedade anónima aberta deve respeitar no exercício da respetiva atividade; e que se caracteriza por incluir regras que visam tornar transparente a administração da sociedade, definir a responsabilidade dos respetivos membros e assegurar que na mesma se refletem as diversas tendências acionistas”.

Igualmente, a CMVM entende por governo das sociedades “o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”, o qual compreende duas vertentes, interna e externa, sendo que a primeira está relacionada com as regras de organização da sociedade e a segunda diz respeito “à avaliação sobre o desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, domínio em que a atuação dos investidores institucionais apresenta importância capital”.⁵¹

Em Portugal, o movimento de *Corporate Governance* surgiu, pela primeira vez, em 1999, com a aprovação de um conjunto sistematizado de recomendações pela CMVM, intituladas “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas”. Quanto ao seu conteúdo, releva-se como *soft law* uma vez que envolve normas de natureza recomendatória, destituídas de obrigatoriedade jurídica, limitando-se a exprimir comportamentos desejáveis.⁵²

A regulamentação das OPAs constitui um elemento de *Corporate Governance*, na medida em que cria normas e mecanismos destinados a minimizar os conflitos e os custos de agência e a reforçar o nível de proteção dos acionistas, contribuindo assim para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Em particular nas situações de OPA hostil existe um conflito de interesses bem patente entre os acionistas e os membros do órgão de administração, no qual os primeiros estão interessados em obter a informação completa, verdadeira e objetiva respeitante à oferta, designadamente através do relatório a emitir pelo órgão de administração, de forma a decidir se desejam vender e realizar assim uma mais-valia a curto prazo ou não vender e permanecer na sociedade, enquanto os segundos estão interessados em manter as suas posições na sociedade e, sentindo-se ameaçados com a OPA, tenderão a criar obstáculos artificiais ao êxito da mesma. Por este motivo é essencial criar mecanismos que regulem a atuação deste órgão no decurso de uma OPA, certificando-se que os administradores se

⁵¹ (CMVM, s.d.)

⁵² Cf. (Câmara, 2002, pp. 65-66, 74-76)

abstêm de prosseguir os seus próprios interesses em prejuízo dos interesses dos acionistas.

Deste modo constatamos que a *ratio* do *Corporate Governance* reside na tentativa de mitigar o conflito de agência, procurando mecanismos aptos para controlar a atuação dos membros do órgão de administração, para que os seus comportamentos e decisões se alinhem com os interesses dos acionistas, em especial na pendência de OPA.⁵³

2. Problemas de agência e respetivos custos

A relação de agência foi definida por Jensen e Meckling⁵⁴ como “um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) contrata uma outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente”.

Ora, a relação existente entre os acionistas, que detém a propriedade da sociedade, e os membros do órgão de administração é subsumível a esta figura e, portanto, pode caracteriza-se como uma relação de agência.

Apesar da sua simples definição, esta relação pode-se tornar bastante complexa uma vez que se ambas as partes agirem com vista à maximização das suas utilidades pessoais, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre atuará no melhor interesse do principal, bem como tenderá a apropriar-se dos recursos da empresa com a finalidade de retirar vantagens para si próprio⁵⁵, v.g. desviando indevidamente oportunidades de negócio que teve conhecimento por força das suas funções e que, embora ainda não pertençam à sociedade, poderia ser adquirida por ela.⁵⁶

Para o efeito, os administradores tenderão a aproveitar o acesso privilegiado às informações, não divulgadas aos acionistas, para cumprir defeituosamente as

⁵³ No mesmo sentido v. (Vaz, 2011, p. 41)

⁵⁴ (Jensen & Meckling, 1976, p. 5)

⁵⁵ Nesse sentido v. (Jensen & Meckling, 1976, p. 5; 12)

⁵⁶ Sobre o desvio de oportunidades societárias pelos administradores v. (Ribeiro, 2012b)

suas funções, confiando que as assimetrias informativas obstem ou dificultem a verificação do seu cumprimento por parte dos acionistas. Este comportamento é enquadrável no âmbito do *moral hazard*.⁵⁷

Segundo Pedro Verga Matos⁵⁸, além dos interesses divergentes, existe ainda um conjunto de circunstâncias que restringem a orientação da conduta dos administradores no sentido dos interesses dos acionistas. Este destaca os custos de monitorização que serão suportados pelos acionistas, no caso de pretenderem acompanhar o processo de decisão dos administradores; o facto dos administradores possuírem informação privilegiada que não se encontra prontamente acessível a terceiros (inclusive acionistas) e, quando divulgadas, contêm uma linguagem técnica de difícil compreensão para um não especialista; por último, salienta a dificuldade existente em diferenciar os atos de gestão que valorizam a empresa daqueles que apenas beneficiam os administradores.

Deste modo, a divergência de interesses entre os intervenientes societários, associado à existência de assimetrias de informação e à possibilidade dos administradores atuarem no seu próprio interesse⁵⁹, acarreta os designados custos de agência para os acionistas, que pretendem alinhar os interesses dos administradores com os seus.

De acordo com Jensen e Meckling⁶⁰, a manutenção da relação de agência a um custo zero é, em geral, impossível para assegurar que os administradores adotam, efetivamente, as decisões no melhor interesse dos acionistas, incorrendo na maioria em custos positivos de monitoramento e de concessão de garantias.

Os mesmos autores definiram os custos de agência como a soma das despesas de monitoramento das atividades dos administradores pelos acionistas

⁵⁷ Sobre o conceito de *moral hazard*, ou risco moral, v. (Gião, 2010, pp. 221-222); (Matos, 2009, p. 96)

⁵⁸ (Matos, 2009, p. 93)

⁵⁹ (Fama & Jensen, 1983, p. 304) acrescentam que os “problemas de agência surgem porque os contratos não são devidamente redigidos e executados”.

⁶⁰ (Jensen & Meckling, 1976, pp. 5-6)

(*monitoring expenditures*); despesas com a concessão de garantias por parte dos administradores, com vista a garantir aos acionistas que a gestão respeitará os seus interesses (*bonding expenditures*); e das perdas residuais provenientes de divergências entre as decisões dos administradores e os interesses dos acionistas (*residual loss*).

Do exposto resulta a necessidade de alinhar os interesses em jogo, bem como reduzir os custos associados a esta relação, os quais podem ser alcançados, nomeadamente, através de sistemas de controlo, realização de auditorias, restrições orçamentais e contratuais, elaboração periódica de relatórios, bem como fixação de sistemas de remuneração e incentivos.⁶¹

3. O problema dos conflitos de interesses numa OPA hostil e a necessidade de limitar os poderes da sociedade

O lançamento de uma OPA hostil suscita um conjunto específico de conflitos de interesses, podendo colidir os interesses dos acionistas com os interesses dos membros do órgão de administração.⁶²

Sendo a OPA uma oportunidade de negócio, o mérito da mesma deve ser avaliado única e exclusivamente pelos acionistas, enquanto titulares dos valores mobiliários e destinatários da oferta. Para tal, têm interesse em obter toda a informação completa, verdadeira e objetiva relativa à oferta e de não a verem frustrada pela ação do órgão de administração, nomeadamente através da adoção de medidas defensivas, de modo a decidirem, livremente, se vendem os seus valores mobiliários no processo de OPA, preferindo realizar uma mais-valia a curto prazo, resultante do prémio de controlo que o oferente está disposto a pagar ou se, pelo contrário, mantêm os valores mobiliários na sua titularidade, revendo-se nas políticas e nos objetivos definidos pelo atual órgão de administração, na perspetiva de uma futura alienação mais lucrativa.

⁶¹ No mesmo sentido v. (Jensen & Meckling, 1976, p. 26)

⁶² Segundo (Bebchuk, 2002, p. 991) “o contexto das aquisições é aquele em que os interesses dos administradores e dos acionistas muitas vezes divergem. Os administradores podem perder o controlo e os benefícios privados que estão associados à sua qualidade.”

Contudo, é evidente que o sucesso de uma OPA, principalmente hostil, pode culminar na destituição dos membros do órgão de administração da sociedade visada ou na alteração significativa das suas condições de continuidade no cargo, designadamente em termos remuneratórios, de benefícios complementares (concessão de ajudas de custos, seguros de saúde, veículos da sociedade) e de controlo. O êxito da OPA leva a uma mudança do controlo da sociedade e, naturalmente, os novos acionistas podem pretender nomear pessoas da sua confiança para desempenhar essas funções, de acordo com as orientações estratégicas que delineou para a sociedade. Essa pretensão associada ao desempenho ineficiente da atual Administração, aos elevados custos de agência necessários para controlar os seus atos e decisões e ao receio de que não atuem de acordo com a política estratégica definida, pode levar à destituição dos membros do órgão de administração da sociedade visada, após o término do processo de OPA.⁶³

Face à ameaça de destituição ou da alteração significativa das condições de permanência no cargo, é uma ilusão acreditar que os membros do órgão de administração atuarão com a neutralidade que se exige⁶⁴, abstraindo-se de criar barreiras artificiais ao sucesso da oferta, uma vez que estes sentir-se-ão tentados a preservar o seu cargo na sociedade, agindo de modo a afetar os objetivos propostos pelo oferente e frustrar o êxito da OPA, nomeadamente através da

⁶³ Afirma (Pereira, 2000, p. 179) que nas OPAs hostis é a própria continuidade de funções dos membros deste órgão que é posto em causa pelo processo da oferta. Também (Vaz, 2011, p. 111) entende que a “OPA hostil, quando bem sucedida, provoca, em princípio, a substituição da administração resistente (visada)”.

Ainda a este respeito, (Pereira, 2007) considera que “a OPA hostil não tem como objetivo destituir a administração da visada, mas tal poderá ser uma consequência do sucesso da mesma” porque serão os acionistas a decidir a composição do órgão de administração da sociedade.

⁶⁴ No caso do lançamento de uma OPA, sobre os administradores recaem deveres específicos, particularmente os deveres de neutralidade e de informação dos acionistas. Cf. (Gião, 2010, p. 234)

adoção de medidas defensivas, ou mesmo a dar prioridade aos seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas.⁶⁵

Ainda perante esta realidade, os membros do órgão de administração tenderão a maximizar os resultados a curto prazo em detrimento da *performance* a médio e longo prazo, a fim de distribuir lucros imediatos pelos acionistas e gerar confiança na atual gestão da sociedade. Por conseguinte, face a uma OPA, como os acionistas se encontram satisfeitos com a atual Administração, é provável que decidam manter os seus valores mobiliários, na perspectiva de continuarem a participar nos lucros.

João Cunha Vaz⁶⁶ afirma que “a eventualidade do sucesso de uma OPA altera o equilíbrio de poderes existente, constituindo um fator perturbador no processo de decisão de determinados administradores, os quais poderão ceder à tentação de dar prioridade a outros interesses desviantes, que não aqueles devidos na sua atividade de administrar, em particular, os dos acionistas”.⁶⁷

Para além dos interesses *supra* mencionados, não poderíamos deixar de salientar o interesse do oferente, em que não sejam criados entraves à oferta que lançou sobre os valores mobiliários da sociedade visada e que, no momento da aquisição, a sociedade não esteja num estado totalmente diferente (v.g. insolvente, endividada, com o património relevante onerado ou mesmo sem património) daquele em que se encontrava aquando do lançamento da oferta. Deste modo, na pendência da OPA, ao oferente interessa que os ativos da sociedade visada sejam

⁶⁵ Nesse sentido, (Liu, 2010, p. 8) afirma que “com uma OPA no horizonte, a divergência de interesses entre os administradores e os acionistas leva a potenciais custos de agência. Primeiro, os administradores podem optar por frustrar a oferta (...) em ordem a manter a sua posição na sociedade. Segundo, os administradores podem usar o seu poder para extrair benefícios para si próprios, em vez de um prémio mais elevado para os acionistas da sociedade”.

⁶⁶ (Vaz, 2011, p. 200)

⁶⁷ No mesmo sentido, v. (Guiné, 2009, p. 129), o qual considera, ainda, que a existência de um conflito de interesses em relação a cada um dos administradores deverá ser apurado no caso concreto, atendendo às diversas circunstâncias, de modo a determinar se o administrador se encontrava, à partida, numa situação de conflito de interesses. Cf. (p.131)

salvaguardados e que a sua situação económica se mantenha o mais inalterada possível, de forma a que os seus objetivos possam ser concretizados.⁶⁸

No exercício das suas funções e, principalmente, na pendência de uma OPA os administradores devem agir com lealdade - decorrente dos deveres fiduciários (art. 64º CSC) - assegurando que os acionistas, enquanto destinatários da oferta, decidem sobre o seu mérito de forma completamente informada e sem ingerências, ficando o sucesso da OPA exclusivamente dependente da sua vontade. Configurando a OPA uma proposta dirigida aos titulares dos valores mobiliários, não é da responsabilidade do órgão de administração pronunciar-se sobre o mérito da oferta, a qual incumbe aos verdadeiros destinatários.⁶⁹

Isto não deve ser entendido no sentido de que os membros do órgão de administração se encontram reconduzidos a uma posição absolutamente neutral ou passiva⁷⁰, somente consideramos que deverá ficar vedada a prática de determinados atos que possam perturbar ou frustrar o êxito da oferta.⁷¹

Se não forem estabelecidos limites à atuação do órgão de administração da sociedade visada na pendência da OPA, estes encontrar-se-ão em ótimas condições para adotar medidas defensivas⁷², com a finalidade de afetar os objetivos do oferente e frustrar o sucesso da OPA, protegendo a sua posição na

⁶⁸ Sobre os interesses do oferente v. (Fragoso, 2005, p. 13); (Pereira, 2000, p. 180)

⁶⁹ No mesmo sentido, o art. 3º/1, al. c) Directiva das OPAs dispõe que “o órgão de administração da sociedade visada (...) não pode impedir os titulares de valores mobiliários de decidirem sobre o mérito da oferta”. No entanto, como refere (Bebchuk, 2002, p. 995 e ss.) existe doutrina que defende a ideia de que, face à ineficiência do mercado de capitais e às assimetrias de informação, os administradores da sociedade visada se encontram em melhor posição para avaliar o mérito da oferta e defender os interesses dos acionistas, devendo ter poderes para decidir sobre a mesma.

⁷⁰ Até pelo contrário, consideramos que através da elaboração do relatório previsto no art. 181º, este órgão assume uma função importante na pendência de uma OPA, na medida em que são responsáveis por informar e aconselhar os acionistas no que diz respeito à oferta, nomeadamente sobre a sua oportunidade, condições e efeitos.

⁷¹ No mesmo sentido, v. (Pereira, 2000, p. 180)

⁷² Sobre a temática das medidas defensivas v. (Guiné, 2009, pp. 31-58); (Vaz, 2011, pp. 149-193); (Cordeiro, 1994, pp. 772-776); (Leitão, 2007)

sociedade visada. Para o efeito, poderiam alienar os ativos mais valiosos da sociedade (*Sale of Crown Jewels*) e nos quais o oferente está especialmente interessado. A venda desses ativos torna a sociedade menos atrativa, ou até mesmo desinteressante, frustrando os interesses que levaram o oferente a lançar a oferta. Com a mesma finalidade, o órgão de administração da sociedade visada poderia adotar uma ação extrema designada por *Suicide Pill* (ou *Jonestown Defense*), que consiste no começo de uma “atividade ruinosa ao vender todos os seus ativos ou satisfazer antecipadamente o seu passivo, tornando então a sociedade menos atrativa para o oferente ao esvaziá-la de riqueza”.⁷³

Importa aludir que nem todas as medidas defensivas são desaconselháveis uma vez que a sua adoção pode ser motivada pela procura de melhores condições para os acionistas, pelo aumento do valor de mercado das ações da sociedade visada e/ou para salvaguardar a sociedade e os acionistas contra ofertas puramente especulativas. Como exemplo temos o Cavaleiro Branco (*White Knight*), que consiste na procura de uma oferta concorrente por parte do órgão de administração da sociedade visada destinada a superar a oferta inicial, sendo perfeitamente admissível porque se traduz na procura de melhores condições para os acionistas. Outra medida admissível é ainda a *Winning the Argument*, onde a Administração da sociedade visada, considerando que a oferta, v.g., não valoriza devidamente a sociedade e não reflete o seu valor real, aconselha a sua rejeição. Perante esta dificuldade, o oferente tentará demonstrar que, efetivamente, o preço oferecido pelas ações da sociedade é justo e espelha o seu valor de mercado. Perante estas duas posições, os acionistas, destinatários da oferta, decidirão se o preço oferecido pelas ações traduz o seu valor de mercado e, conseqüentemente, se vendem ou não os seus valores mobiliários na OPA.⁷⁴

Em conclusão, constatamos que, durante uma OPA hostil, os interesses dos acionistas não coincidem com os interesses dos membros do órgão de

⁷³ (Vaz, 2011, p. 165)

⁷⁴ Cf. (Vaz, 2011, pp. 162-163, 168)

administração, podendo estes últimos criar barreiras ao sucesso da oferta e, por conseguinte, garantir a manutenção do seu cargo na sociedade visada.

Por todas estas razões, tornou-se necessário, na pendência da OPA, acautelar e regular estes conflitos de interesses, condicionando a atuação dos membros do órgão de administração da sociedade visada, no sentido de, por um lado, proteger os interesses dos acionistas e do oferente e, por outro, evitar que os administradores adotem comportamentos destinados a frustrar o êxito da oferta.

Paulo Câmara⁷⁵ refere que a solução para os problemas de conflito de interesses passa por uma de duas abordagens: “ou por uma limitação *a anteriori* dos poderes do órgão de administração da sociedade visada ou por uma liberdade de atuação, complementada por uma rigorosa sindicabilidade judicial (*a posteriori*)” em ordem a avaliar a razoabilidade dos comportamentos adotados.

3.1. Soluções para o problema no ordenamento jurídico comunitário e português

Importa destacar que tanto o legislador europeu como o nacional optaram pela primeira abordagem ao estipular uma limitação legal *a anteriori* dos poderes do órgão de administração durante o processo de OPA.

Em termos comunitários, com a finalidade de uniformizar o regime das OPAs e evitar que a oferta se frustre devido à atuação dos membros do órgão de administração da sociedade visada, a Directiva das OPAs veio limitar os poderes deste órgão no período de pendência de uma oferta (art. 9º/2-4), designadamente pela imposição da obrigação de autorização da AG de acionistas, convocada especificamente para o efeito, antes de adotar qualquer medida suscetível de provocar o insucesso da oferta.

No ordenamento jurídico português, a limitação dos poderes de administração da sociedade visada já resultava do nº 1 do art. 575º do revogado Código do Mercado de Valores Mobiliários (Código de 1991), segundo o qual, após o recebimento do anúncio preliminar da OPA e até à cessação da respetiva operação,

⁷⁵ (Câmara, 2011, p. 589)

o órgão de administração da sociedade visada encontrava-se impedido de praticar quaisquer atos que não se reconduzisse a uma gestão normal e que, pela sua natureza ou condições especiais, fossem suscetíveis de afetar de modo significativo o sucesso da oferta ou os objetivos anunciados pelo oferente, salvo autorização da AG convocada especificamente para o efeito. Os nºs 2 e 3 do mesmo artigo regulavam as exceções à limitação supra referida.

Com a entrada em vigor do Cód.VM., a limitação dos poderes da sociedade visada passou a estar prevista no art. 182º, com algumas modificações relevantes no que diz respeito ao momento a partir do qual se inicia essa inibição e ao estabelecimento de um critério quantitativo. À luz deste preceito legal, a inibição é aplicada a partir do momento em que o órgão de administração da sociedade tome conhecimento da decisão de lançamento da OPA⁷⁶ que incida sobre mais de um

⁷⁶ Sobre a problemática do início do período de limitação v. (Almeida, 2013, p. 209), bem como (Vaz, 2011, pp. 229-238), onde este último acaba por julgar “por conveniente a alteração da letra do art. 182º/1 no sentido de alterar a expressão “tome conhecimento da decisão de lançamento” passando simplesmente a constar “tome conhecimento do lançamento”.

Também (Fragoso, 2005, pp. 17-24) se pronuncia sobre esta problemática, acabando por entender que “a sociedade visada apenas fica inibida nos seus poderes de gestão após ter recebido o anúncio preliminar de OPA, pois é nessa altura que ela conhece a decisão firme de que vai ser lançada a OPA e só nessa altura ela conhece inequivocamente quais são os objetivos anunciados pelo oferente”.

(Pereira, 2000, pp. 183-188) considera que existem 2 hipóteses limite relativas ao momento em que a sociedade poderá ver os seus poderes limitados: quando não existe o anúncio preliminar da oferta porque ainda não existe qualquer decisão de lançamento da oferta de aquisição, caso em que não se justifica aplicar a limitação; e quando não existe anúncio preliminar porque, apesar de a decisão já estar formada, não há anúncio preliminar porque o oferente não cumpriu atempadamente a obrigação que lhe é imposta pelo art. 175º/1, caso em que também nenhuma limitação se justifica, face ao desvalor jurídico do seu comportamento. Além destas duas hipóteses, o mesmo Autor entende que podem ser admitidas três situações intermédias: quando a decisão de lançamento de OPA está em estudo; quando existe intenção de lançamento mas a decisão definitiva está dependente da verificação de condições prévias; e quando existe uma decisão definitiva de lançamento de OPA, mas o oferente ainda está em processo de elaboração do anúncio preliminar ou de publicação. Enquanto o Autor considera que na primeira hipótese não se deve aplicar a inibição do art. 182º/1, nas outras duas situações já se deve aplicar a inibição, respetivamente, a partir do momento em que a sociedade visada tome conhecimento da intenção ou decisão de lançar

terço dos valores mobiliários da respetiva categoria (nº 1)⁷⁷, equiparando-se a receção do anúncio preliminar pela sociedade visada ao conhecimento do lançamento da oferta (n.º2, al. a)).

Acresce que a limitação apenas opera se estiverem em causa atos que reúnam cumulativamente os três requisitos elencados no art. 182º/1: sejam suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada⁷⁸; não sejam atos de gestão corrente; e possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente.

Relativamente ao último requisito supra mencionado, a doutrina questiona se o art. 182º apenas pretende defender os objetivos revelados pelo oferente no anúncio preliminar e no prospecto ou se pretende também defender os seus objetivos implícitos. Jorge Brito Pereira⁷⁹ entende que devemos atender não só aos “objetivos imediatos da aquisição reveláveis com o prospecto” mas também aos objetivos implícitos da oferta. Já Luís Fragoso⁸⁰ defende que o preceito legal não pretende defender os objetivos implícitos do oferente, mas unicamente os objetivos divulgados, tanto no anúncio preliminar como no prospecto.

A este respeito, consideramos que apenas os objetivos revelados nestes documentos merecem ser tutelados por vários motivos: proteção dos destinatários

a oferta, desde que se verifiquem dois pressupostos: “o conhecimento de uma informação segura e razoavelmente completa e o conhecimento da iminência de lançamento da oferta”.

⁷⁷ No código de 1991 uma solução deste tipo não se encontrava prevista.

Relativamente ao objeto mínimo da oferta para efeitos da Directiva das OPAs, da leitura conjugada dos arts. 2º/1, al. a) e 9º/2 aparenta resultar que o único critério para limitar os poderes do órgão de administração da sociedade visada é que a oferta incida sobre valores mobiliários aptos a adquirir o controlo da sociedade. Neste sentido v. (Vaz, 2011, p. 218), o qual entende que “o legislador europeu somente quis abranger as OPAs que incidam sobre valores mobiliários representativos dos direitos de voto capazes de atribuir o controlo da sociedade visada, pelo que apenas estas são suscetíveis de limitar os poderes de administração desta sociedade”.

⁷⁸ A al. b) do nº 2 enumera, exemplificativamente, alguns atos que o legislador considera que alteram a situação patrimonial de modo relevante.

⁷⁹ (Pereira, 2000, p. 196)

⁸⁰ (Fragoso, 2005, pp. 29-31)

da oferta, pois estes formarão um juízo sobre a mesma tendo em conta as informações prestadas pelo oferente, nomeadamente os objetivos para a sociedade visada; o legislador exige que o prospecto contenha uma informação completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita (art. 135º e 7º), logo o oferente deve indicar todos os objetivos que pretende alcançar com a OPA; e os objetivos implícitos são imprecisos, gerando incerteza e insegurança jurídica, na medida em que, por um lado, a sociedade visada tem dificuldades em apurar quais são os atos de gestão que estão que lhe estão vedados e, por outro, o oferente pode sempre alegar que os atos praticados pela sociedade visada são aptos a frustrar os seus objetivos (implícitos).⁸¹

A norma primitiva do Cód.VM. sofreu algumas alterações e aditamentos, através do DL nº 209/2006, de 2 de novembro, resultante da transposição da Directiva das OPAs para ordenamento jurídico interno, sendo de salientar a alteração na al. b) do nº 3 referente às exceções à limitação dos poderes da sociedade visada durante a OPA.

Na versão do DL nº 209/2006, o art. 182º/3, al. c) especifica que a autorização para a prática de determinados atos pelo órgão de administração - que na pendência da oferta se encontra impedido de adotar - deve ser deliberada em AG convocada especificamente para esse efeito durante o período no qual a sociedade visada está sujeita à limitação. Na redação anterior verificava-se que o órgão de administração apenas poderia convocar a AG a partir do início do prazo da oferta, podendo mediar um período de tempo mais ou menos longo entre o início da limitação e o início do período da oferta, no qual o órgão de administração não podia convocar a AG para autorizar a prática desses atos. Com a nova redação, o legislador possibilitou que a AG fosse convocada, desde logo, a partir do momento em que o órgão de administração esteja limitado nos seus poderes, parecendo-nos esta a solução que melhor salvaguarda os interesses da sociedade visada e dos titulares dos valores mobiliários.⁸²

⁸¹ No mesmo sentido v. (Fragoso, 2005, pp. 29-31)

⁸² (Vaz, 2011, pp. 277-278)

3.2. Interesses protegidos pelo art. 182º do Cód.VM.

Com a consagração da limitação dos poderes da sociedade visada na pendência de OPA (art. 182º), o legislador procurou proteger dois interesses distintos.⁸³

Por um lado, o interesse do oferente, em que não sejam criados entraves à oferta que lançou sobre os valores mobiliários da sociedade visada, não se pratiquem atos suscetíveis de diluir o valor das ações e que, no momento da aquisição, a situação económica e patrimonial da sociedade tenha contornos idênticos àqueles que existiam aquando do lançamento da oferta. O legislador pretendeu que os objetivos enunciados pelo oferente não fossem afetados e, por conseguinte, não fosse frustrado o êxito da oferta pela ação dos administradores da sociedade visada.

Por outro, pretendeu-se defender o interesse dos titulares dos valores mobiliários, em que a OPA prossiga todos os seus trâmites com o propósito de, no fim, decidirem livremente se vendem os seus valores mobiliários no processo, beneficiando do prémio de controlo que o oferente está disposto a pagar pela aquisição do controlo da sociedade ou se, pelo contrário, mantêm os valores mobiliários na sua titularidade, aproveitando o impacto positivo que o lançamento da OPA gera na cotação dos títulos da sociedade⁸⁴, com a perspetiva de uma futura alienação mais rentável.

Em suma, consideramos que o art. 182º conseguiu proteger eficazmente os dois interesses *supra* referidos ao proceder à inibição dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA, remetendo o órgão de administração a um papel instrumental.⁸⁵ Apesar do exposto, este órgão não se encontra numa posição completamente neutral ou passiva, assumindo uma função importante na

⁸³ No mesmo sentido v. (Pereira, 2000, p. 180)

⁸⁴ (Lopes, et al., 2006, p. 56)

⁸⁵ No mesmo sentido, v. (Vaz, 2011, p. 208); (Fragoso, 2005, p. 14)

pendência de uma OPA, na medida em que são responsáveis por informar e aconselhar os acionistas sobre a oportunidade, condições e efeitos da oferta.

3.3. Soluções apresentadas por outros ordenamentos jurídicos

Nos vários ordenamentos jurídicos encontramos soluções para o problema dos conflitos de interesses que surgem na pendência de uma OPA, nos quais a posição jurídica da Administração da sociedade visada deve ser envolvida de especiais condicionamentos.

De modo geral, os ordenamentos jurídicos europeus procederam à limitação a *anteriori* dos poderes do órgão de administração da sociedade visada, de modo a adaptar o seu direito interno à Directiva das OPAs. Vejamos alguns exemplos.

No sistema Espanhol⁸⁶, o art. 28º do Real Decreto 1066/2007 estabelece que, desde o anúncio público e até à publicação dos resultados da oferta, o órgão de administração da sociedade visada deve obter a autorização prévia da AG de acionistas, antes de empreender qualquer ação suscetível de impedir o êxito da oferta, excetuando a procura de ofertas concorrentes, e em particular, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários que possam impedir o oferente de obter o controlo da sociedade visada. O legislador espanhol enumerou ainda um conjunto de atos vedados ao órgão de administração na pendência da OPA.⁸⁷

Já o sistema Italiano, o art. 104º do *Testo Unico della Finanza*⁸⁸ dispõe que, salvo autorização, as sociedades cotadas italianas cujos valores mobiliários sejam objeto da oferta devem abster-se de praticar quaisquer atos ou operações que possam afetar os objetivos da oferta, sendo esta obrigação aplicável a partir da

⁸⁶ O art. 60º *bis* da Ley 24/1988, de 28 de julho, del Mercado de Valores, com as modificações de 28 de abril de 2015, regula as obrigações do órgão de administração da sociedade visada, sendo complementado pelo art. 28º do Real Decreto 1066/2007, de 27 de julho, o qual estabelece a limitação da atuação do órgão de administração da sociedade visada e do grupo societário em que se insere.

⁸⁷ Sobre o regime das OPAs em Espanha v. (Hermida, 2008)

⁸⁸ Decreto legislativo nº 58, de 24 de fevereiro de 2008, com as alterações introduzidas pelo DL nº 3, de 24 de janeiro de 2015.

comunicação da decisão de lançamento da oferta à autoridade de supervisão⁸⁹ e até ao encerramento da oferta, ou até que essa expire. Além disso, especifica que a procura de ofertas concorrentes é uma ação que não coloca em causa os objetivos da oferta.

O regime Francês no seu art. 3º do Regulamento nº 89/03 da *Commission des Operations de Bourse* (COB) estatui que, durante a pendência da oferta pública, o oferente e a sociedade visada devem garantir que todos os seus atos, decisões e informações não tenham por efeito comprometer o interesse social e a igualdade de tratamento ou de informação dos destinatários da oferta. No caso do órgão de administração pretender praticar atos que não se reconduzam à gestão corrente deverá notificar a autoridade de supervisão, a fim de controlar a informação a prestar ao público e para que seja conhecida a sua avaliação.

Quanto ao sistema Inglês, temos a *Rule 21* do *City Code on Takeovers and Mergers*, intitulada de *Restrictions on Frustrating Action*, que serviu de base ao art. 9º da Directiva das OPAs. Neste ordenamento jurídico (*Rule 21.1*) também se estabelece que, durante o processo de OPA, ou até mesmo antes da data da oferta no caso de o órgão de administração da sociedade visada ter razões para acreditar (de boa fé) na iminência de uma oferta, a Administração da sociedade visada não deve, sem autorização da AG, praticar um conjunto de atos como, v.g., emitir novas ações, efetuar qualquer aquisição de ações próprias ou celebrar contratos de compra e venda de ativos mais valiosos da sociedade.⁹⁰ Deste modo, constatamos que esta norma limita a atuação do órgão de administração da sociedade visada mesmo antes da receção do anúncio preliminar, podendo ficar abrangidos pela inibição logo a partir do momento em que tem indícios ou razões suficientes para considerar iminente o lançamento de uma oferta.

⁸⁹ Em Itália, a entidade de supervisão é a *Commissione Nazionale per le società e la borsa* (CONSOB).

⁹⁰ (Liu, 2010, p. 7) defende que a enumeração de atos proibidos na *Rule 21* é meramente exemplificativa. Assim, devem-se encontrar proibidos todos os atos que sejam suscetíveis de frustrar o êxito da OPA.

Por fim, no sistema norte-americano temos de distinguir a lei federal da lei de cada Estado. A nível federal, o legislador não previu nenhuma limitação à atuação do órgão de administração durante uma OPA, optou antes por um controlo judicial *a posteriori* da razoabilidade dos atos praticados durante esse período, podendo os acionistas agir judicialmente contra a Administração e exigir uma indemnização pelos danos causados no caso de estes violarem os seus deveres fiduciários. A nível estatal, os Estados dispõem de liberdade para legislar sobre esta matéria, tendo discricionariedade para reforçar a tutela concedida aos acionistas pela lei federal, dependendo a maior ou menor proteção da sociedade visada do nível de *lobbying* existente em cada Estado.⁹¹

3.4. Conflitos de interesses entre os acionistas de controlo e os acionistas minoritários

Importa ainda sublinhar que numa OPA podem ainda ocorrer conflitos de interesses entre os acionistas de controlo e os acionistas minoritários, sendo uma situação mais frequente nas sociedades com capital concentrado.

Como referimos anteriormente⁹², nas sociedades com o capital disperso verifica-se um potencial conflito entre os acionistas e os administradores, pelo facto da existência de uma nítida separação entre a propriedade e o controlo. Esta separação afasta os acionistas da gestão da sociedade, podendo os membros do órgão de administração atuar em defesa dos seus próprios interesses.

Já nas sociedades com o capital concentrado essa separação entre a propriedade e controlo é menor, assumindo, geralmente, os acionistas de controlo a gestão da sociedade, através da ocupação de lugares na composição do órgão de administração ou da influência sobre os membros do órgão de administração por eles nomeados. Neste tipo de sociedades verifica-se um latente conflito de interesses entre os acionistas de controlo e os acionistas minoritários decorrente, nomeadamente, das assimetrias de informação existentes. Assim sendo, os acionistas de controlo podem aproveitar-se da informação privilegiada, resultante

⁹¹ (Ferrarini & Miller, 2010, pp. 5-15); (Garcia, 1995, pp. 24-27)

⁹² Supra Cap. III, pt. 1.

do exercício do cargo de administrador ou da excessiva proximidade com o órgão de administração (por eles nomeado), e retirar vantagens para si próprios, em detrimento dos interesses da sociedade e dos acionistas minoritários.⁹³

Nas sociedades com o capital concentrado, durante o processo de OPA, podemos nos deparar com dois interesses conflitantes: por um lado, o interesse dos acionistas minoritários, os quais pretendem avaliar as condições e consequências da oferta e, no caso de a mesma ser vantajosa, ter a oportunidade de sair da sociedade através da alienação dos seus valores mobiliários, beneficiando assim do prémio de controlo que o oferente está disposto a pagar pela aquisição do controlo da sociedade visada, e por outro, o interesse dos acionistas de controlo em frustrar a OPA para manter a sua posição de controlo e influência na sociedade visada.⁹⁴

Sendo assim, os acionistas de controlo e o órgão de administração poderão atuar concertadamente com o fim de frustrar as pretensões dos acionistas minoritários, agindo contra a sua intenção de venda, e adotar medidas defensivas com vista a manter a sua posição majoritária no seio da sociedade.⁹⁵ Para tal, basta que os acionistas majoritários possuam em AG a maioria necessária⁹⁶ para autorizar o órgão de administração a praticar atos - que de outro modo estariam vedados - destinados a afetar os objetivos do oferente e a frustrar o êxito da OPA.

Perante esta situação, como refere João Cunha Vaz⁹⁷, “resta somente aos minoritários organizarem-se de modo a constituir uma minoria de bloqueio à

⁹³ (Henriques, 2007, p. 18)

Acrescenta a autora que “muitos estudos mostram esta realidade: na maioria das empresas onde existe um controlo majoritário, muitos benefícios privados são extraídos do controlo, não sendo partilhados pelos acionistas minoritários”.

⁹⁴ (Vaz, 2011, p. 281)

⁹⁵ (Vaz, 2011, p. 171)

⁹⁶ As deliberações para a aprovação de medidas defensivas devem ser aprovadas pela maioria exigida para a alteração dos estatutos (art.182º/4, al. b)), que, nos termos do art. 386º/3 CSC, é de dois terços dos votos emitidos.

⁹⁷ (Vaz, 2011, pp. 209-210)

aprovação de medidas defensivas, como pode acontecer nos casos que a lei exija uma maioria qualificada agravada para a adoção de determinadas medidas defensivas que consubstanciem alterações estruturais da sociedade (alteração do contrato de sociedade, por exemplo)”.

Acresce ao exposto a importância de garantir que os comportamentos do órgão de administração estejam alinhados com os interesses dos acionistas no seu conjunto e não apenas com os interesses dos acionistas de controlo. Esta premissa decorre dos deveres fiduciários que recaem sobre este órgão, à luz do art. 64º CSC, e do princípio da igualdade de tratamento dos acionistas no decurso de uma OPA (art. 3º/1, al. a) da Directiva das OPAs e 15º do Cód.VM.).

Desta forma, embora alguns dos membros do órgão de administração possam ser nomeados ou eleitos por determinados acionistas (em regra, os maioritários), devem os primeiros cumprir as suas funções de forma criteriosa e com respeito por todos, sendo independentes em relação à gestão da sociedade. Perante uma OPA este órgão deverá ajuizar objetivamente as condições da oferta e aconselhar os acionistas da sociedade visada sobre o mérito da mesma, tendo em conta os interesses destes no seu conjunto, abstendo-se de avaliá-la apenas na ótica dos acionistas de controlo.⁹⁸

⁹⁸ (Vaz, 2011, p. 142)

Capítulo IV - Mecanismos para minimizar os conflitos e custos de agência

Depois de analisados - no capítulo anterior - os problemas de agência e os respetivos custos e, especificamente, os conflitos de interesses que poderão despoletar no decurso de uma OPA, máxime hostil, bem como as soluções legislativas para mitigar esses conflitos, surge agora a necessidade de encontrar mecanismos de *Corporate Governance* que sejam aptos a minimizar os mesmos e incentivar o alinhamento dos interesses entre administradores e acionistas.

Como referimos anteriormente⁹⁹, os mecanismos de *Corporate Governance* podem compreender uma vertente interna e uma externa.¹⁰⁰

1. Mecanismos internos

Como mecanismos internos de *Corporate Governance* salientamos a importância de administradores independentes no seio do órgão de administração e as políticas de remuneração.

1.1. Os administradores independentes

Em primeiro lugar, importa mencionar que um administrador independente é um elemento não executivo, que não está ligado a qualquer grupo específico de interesses na sociedade e cuja função primordial é a supervisão e fiscalização da atuação dos membros executivos, pautando-se pela imparcialidade de análise e decisão.¹⁰¹

O recurso a esta figura societária é bastante comum no direito norte-americano com o objetivo de minimizar os custos de agência e de resolução dos conflitos de interesses que possam surgir. Nos Estados Unidos da América, a importância dada a estes administradores resultou dos recentes escândalos financeiros que evidenciaram os problemas existentes no interior do órgão de administração,

⁹⁹ V. supra Cap. III, pt. 1.

¹⁰⁰ No mesmo sentido v. (Denis & McConnell, 2003, p. 2).

¹⁰¹ Cf. (João Gomes da Silva et al., 2007, pp. 16-17); (Fernandes, 2014, p. 10).

contribuindo para a descoberta de políticas remuneratórias imprudentes e falta de meios para diagnosticar e resolver potenciais situações de conflito de interesses.¹⁰²

Para além de lhes serem atribuídas importantes funções de aconselhamento e definição estratégica da sociedade - devido à sua isenção e imparcialidade -, os administradores independentes tendem a assumir primordialmente funções de supervisão e fiscalização do desempenho dos administradores executivos, com vista a prevenir possíveis abusos de poder e comportamentos em prejuízo dos interesses da sociedade e dos acionistas, em particular na pendência de uma OPA. Como tal, o seu papel principal foca-se na prevenção e gestão dos conflitos de interesses, contribuindo com uma visão objetiva sobre a atuação e desempenho do órgão de administração.¹⁰³

Como mencionado no capítulo anterior, nas sociedades de capital disperso assiste-se a uma separação entre propriedade e controlo, levando a que os acionistas estejam afastados da sua gestão e tenham dificuldades em aceder a informações sobre os aspetos essenciais da atividade societária (assimetrias de informação). Neste caso, os administradores independentes podem assumir uma papel crucial, na medida em que, tendo acesso às informações e exercendo um controlo apertado sobre os administradores executivos, encontram-se em posição de colmatar esta falta de informação e, especialmente na pendência da OPA, poderão impedir que estes últimos adotem medidas que sejam capazes de frustrar o êxito da oferta.¹⁰⁴

O mesmo se verifica nas sociedades com capital concentrado, cujos acionistas minoritários não possuem a informação adequada para fazer uma avaliação da sociedade e da atuação do órgão de administração (em contraposição à situação dos acionistas majoritários) e onde os administradores podem agir no interesse dos acionistas majoritários que os nomearam em detrimento dos interesses dos acionistas no seu conjunto.

¹⁰² V. (João Gomes da Silva et al., 2007, p. 9).

¹⁰³ Cf. (Vaz, 2011, p. 143).

¹⁰⁴ V. (Vaz, 2011, p. 213).

Assim, constatamos que um bom governo societário exige independência e transparência, podendo estas exigências ser alcançadas através dos administradores não executivos.¹⁰⁵ Segundo João Cunha Vaz¹⁰⁶, uma “mais e melhor informação, uma administração mais independente, trazem consigo uma maior confiança dos investidores e do mercado naquela sociedade e, conseqüentemente, a correspondente valorização”.

Atendendo à importância que podem assumir numa sociedade cotada, o Código de Governo das Sociedades da CMVM (CGS) - § II.1. Supervisão e Administração – recomenda que o conselho de administração inclua membros não executivos que garantam uma efetiva capacidade de acompanhamento, supervisão e avaliação da atividade dos restantes membros do órgão de administração (II.1.6.) e que, de entre os administradores não executivos, deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura acionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores (II.1.7.).¹⁰⁷

Todavia, não podemos deixar de salientar as críticas que são apontadas aos administradores independentes, designadamente quanto à sua garantia de independência, bem como à sua eficácia.

João Cunha Vaz¹⁰⁸ questiona a garantia de independência destes administradores, pelo facto de a sua nomeação ser feita pelos acionistas e poderem ser destituídos, em qualquer momento e sem justa causa, por estes mediante uma deliberação da AG (art. 403º CSC).¹⁰⁹ Já João Gomes da Silva et al.¹¹⁰ coloca em causa a eficácia dos administradores independentes, na medida em que não são

¹⁰⁵ (Hill, s.d., p. 21) refere que existem estudos empíricos que provam uma conexão positiva entre os administradores independentes e *performance* da sociedade.

¹⁰⁶ V. (Vaz, 2011, p. 34).

¹⁰⁷ (CMVM, 2013).

¹⁰⁸ Cf. (Vaz, 2011, p. 216).

¹⁰⁹ No mesmo sentido v. (João Gomes da Silva et al., 2007, p. 11).

¹¹⁰ (João Gomes da Silva et al., 2007, p. 11).

administradores a tempo inteiro, o que prejudica o acesso constante à informação e nem sempre lhes é facilitado o acesso à mesma.¹¹¹

1.2. Políticas de remuneração

Uma adequada política de remuneração pode funcionar como um mecanismo para garantir o alinhamento dos interesses já descritos. O nosso ordenamento jurídico (art. 399º CSC) permite atribuir aos administradores uma remuneração certa ou pode também ser composta, parcialmente, por uma percentagem dos lucros de exercício da sociedade, desde que a percentagem máxima destinada aos administradores esteja autorizada no contrato de sociedade.

No sistema anglo-saxónico, a remuneração dos administradores é composta principalmente por uma componente variável, estando relacionada com a verificação de determinados resultados ou com a cotação da sociedade. Já no sistema continental, a remuneração total é constituída maioritariamente por uma parte fixa, sendo a componente variável menos significativa.¹¹²

Uma das formas de convergir os interesses dos administradores com os interesses dos acionistas passa pelo recurso a uma política remuneratória fundamentalmente variável, onde a retribuição, as compensações¹¹³ e prémios estão associados ao desempenho dos administradores. Este tipo de remuneração permite acompanhar os seus resultados, avaliar a *performance* e remunerar os administradores em conformidade com os objetivos atingidos.^{114 115} Além disso, esta relação de dependência entre remuneração e *performance* incentiva os

¹¹¹ No mesmo sentido v. (Fernandes, 2014, p. 10).

¹¹² (Fernandes, 2014, p. 11).

¹¹³ Como sistemas compensatórios dependentes da *performance* temos as *stock options plans*. As *stock options* são uma forma de remuneração dos administradores através de contratos de compra de ações da própria sociedade. Este tipo de contratos atribui ao administrador a opção de comprar as ações da sociedade a um preço reduzido. V. (Moreira, 2011).

¹¹⁴ V. (Vaz, 2011, p. 20).

¹¹⁵ Segundo (Jensen & Murphy, 1990, p. 229) existe uma relação positiva entre as compensações e o desempenho da empresa.

administradores a atingir os objetivos definidos pelos acionistas, com vista a receber esses valores.

Em relação às políticas de remuneração, o CGS - § III Remunerações – aconselha, para além da componente fixa, a adoção de uma componente variável da remuneração dos administradores que dependa de uma avaliação do seu desempenho efetivo (III.1. e III.4.).¹¹⁶

Contudo, esta política variável apresenta riscos. Como a maioria dos indicadores de *performance* correspondem a uma análise a curto prazo, os administradores tenderão a assumir riscos indesejáveis, com o objetivo de atingir os resultados no imediato, em detrimento do desempenho a longo prazo, e assim receber a respetiva remuneração.¹¹⁷ Mais, o sistema variável pode incentivar os administradores a adotar comportamentos estratégicos, nomeadamente em termos da veracidade das informações prestadas aos acionistas, confiando que as assimetrias existentes dificultem o controlo da sua atuação.¹¹⁸

2. Mecanismos externos

Como principal mecanismo externo destacamos o papel exercido pelo mercado do controlo societário através das OPAs.

2.1. O mercado do controlo societário: Das OPAs

Existe no mercado de controlo societário¹¹⁹ (*market for corporate control*)¹²⁰ uma conexão positiva entre o desempenho dos administradores e a cotação das ações das sociedades por eles dirigidas. Assim, a ineficiente administração da sociedade resultará na queda do valor das suas ações comparativamente à cotação das ações das sociedades concorrentes geridas por administradores

¹¹⁶ (CMVM, 2013).

¹¹⁷ (Matos, 2009, pp. 98-99).

¹¹⁸ (Matos, 2009, p. 96).

¹¹⁹ Para Fama e Jensen o mercado do controlo societário é aquele em que os administradores competem entre si pelo controlo dos recursos empresariais. Cf. (Fama & Jensen apud Fradejas & Escuer, 2001, p. 11).

¹²⁰ Sobre o mercado do controlo societário v. (Manne, 1965, pp. 112-114).

competentes. Consequentemente poderá verificar-se o aparecimento de outros administradores que se considerem capazes de desempenhar uma gestão mais eficiente e que tentarão à aquisição do controlo dessa sociedade, nomeadamente através do mecanismo das OPAs. Caso os novos administradores tenham sucesso, por força da sua gestão eficiente, poderão conseguir valorizar a sociedade e obter uma mais-valia significativa.¹²¹

Marris e Manne sublinham o papel desempenhado pelo mercado do controlo societário e, em especial, pelas OPAs na garantia da boa *performance* dos administradores, em consonância com os interesses dos acionistas.¹²²

Ao contrário de outras operações no mercado de controlo societário, v.g. fusão¹²³, a OPA hostil possui um efeito disciplinador sobre o órgão de administração das sociedades, pelo facto de possibilitar que o oferente se dirija diretamente aos acionistas, prescindindo de qualquer acordo da Administração da sociedade visada e, em caso de sucesso, poderá resultar na destituição da atual Administração.¹²⁴

¹²⁵

Neste contexto, a figura jurídica da OPA enquanto operação típica do mercado de controlo societário, ou a sua mera ameaça, constitui ainda uma forma de pressão sobre os membros do órgão de administração das sociedades, para que estes se esforcem por desempenhar da melhor forma as funções que lhe foram atribuídas, estando conscientes que a ineficiência da sua gestão poderá ditar que

¹²¹ (Fradejas & Escuer, 2001, p. 12).

¹²² (Fradejas & Escuer, 2001, p. 12).

¹²³ No processo de fusão, o órgão de administração de ambas as sociedades interessadas assumem um papel relevante na medida em que devem elaborar, em conjunto, um projeto de fusão, o qual será submetido, posteriormente, à deliberação dos sócios de cada uma das sociedades, em AG (art. 98º e 100º/2 CSC).

¹²⁴ Sobre a possibilidade de destituição dos administradores no caso de sucesso de uma OPA hostil v. Cap. III, pt. 3.

¹²⁵ (Vaz, 2011, p. 111).

a sociedade que administram seja alvo de OPA e, eventualmente, percam o seu cargo e vejam o seu prestígio prejudicado no mercado de trabalho.¹²⁶

Esta pressão exercida pelas OPAs sobre os membros do órgão de administração poderá agilizar a mudança de administradores ineficientes bem como reestruturações internas. Desta forma permite-se que as sociedades se tornem mais competitivas, e facilita-se a mobilidade de recursos para usos mais eficientes.¹²⁷

Face ao exposto, a OPA pode surgir como um mecanismo de controlo dos conflitos de agência, na medida em que disciplina os administradores e incentiva-os a gerir a sociedade de forma idónea e eficiente e no melhor interesse dos acionistas, contribuindo para a redução dos custos de agência, aumento da cotação das ações, bem como para a diminuição da possibilidade de despoletar uma OPA sobre a sociedade que administram. Assim, um melhor desempenho dos administradores traduz-se num aumento do valor de mercado das ações da sociedade.

Todavia, como refere João Cunha Vaz¹²⁸, o efeito disciplinador da OPA perder-se-á se ao órgão de administração da sociedade visada forem atribuídos poderes para adotar medidas defensivas destinadas a frustrar o êxito da oferta. De igual modo Bebchuk¹²⁹ defende que as medidas defensivas (*board veto*) eliminam ou reduzem a ameaça representada pela OPA e, por conseguinte, providenciam segurança aos membros do órgão de administração que, por sua vez, conduzirão a avultados custos de agência.¹³⁰

¹²⁶ Cf. (Fradejas & Escuer, 2001, pp. 11-13); (Grossman e Hart; Scharfstein apud Burkart & Panunzi, 2006, p. 3).

¹²⁷ (Fradejas & Escuer, 2001, p. 11).

¹²⁸ (Vaz, 2011, p. 112).

¹²⁹ (Bebchuk, 2002, p. 994).

¹³⁰ (Vaz, 2011, pp. 296-301) entende que, no caso de a AG autorizar previamente o órgão de administração a adotar medidas defensivas anti-OPA, será desejável que os destinatários da OPA confirmem a autorização, na pendência da oferta, isto é, após terem absoluto conhecimento das condições de forma a não ficarem vinculados a uma deliberação anterior, a qual pode, face àquelas

Importa ainda sublinhar que a OPA, enquanto mecanismo privilegiado de controlo externo, poderá também agravar os problemas de agência e respetivos custos, na medida em que o órgão de administração tenderá a maximizar os resultados a curto prazo em detrimento do desempenho a médio e longo prazo, a fim de conseguir uma elevada cotação das ações da sociedade e, por conseguinte, reduzir a possibilidade de lançamento de uma OPA sobre a sociedade que administram.¹³¹

Por último, acompanhando o entendimento de parte da doutrina¹³², salientamos que a figura das OPAs, máxime hostil, poderá funcionar como um mecanismo de controlo externo pelo efeito disciplinador (já descrito) que poderá exercer sobre os membros do órgão de administração, mas que, por si só, não é suficiente para resolver todos os conflitos de agência existentes entre acionistas e administradores. Assim sendo, a solução para os referidos problemas passa pela conjugação dos vários mecanismos de controlo (interno e externo) referidos, bem como por uma eficaz divulgação de informações, transparência e forte proteção dos investidores.

condições, ver agora o seu sentido alterado. Assim, deve-lhes ser dada nova oportunidade para decidirem sobre a aplicação da medida defensiva em questão no pleno conhecimento das condições da oferta.

¹³¹ (Vaz, 2011, p. 117; 119).

¹³² Cf. (Vaz, 2011, p. 120); (Burkart & Panunzi, 2006, p. 26); (Klaus Gugler apud Vaz, 2011, pp. 120, nota 201).

CONCLUSÃO

Na pendência de uma OPA, máxime hostil, os interesses dos acionistas podem colidir com os interesses dos membros do órgão de administração, podendo ocorrer ainda conflitos de interesses entre acionistas majoritários e acionistas minoritários.

Considerando que o sucesso de uma OPA pode culminar na destituição dos membros do órgão de administração, estes últimos poderão, por um lado, agir no sentido de maximizar os resultados a curto prazo em prejuízo do desempenho a médio e longo prazo, com vista a obter lucros imediatos com o objetivo de gerar confiança em torno das suas capacidades. Assim, na pendência de uma OPA, é provável que os acionistas mantenham a sua posição na sociedade, com a intenção de continuar a participar nos lucros. Por outro, os administradores tenderão a adotar comportamentos que se destinam a afetar os objetivos propostos pelo oferente e a frustrar o êxito da operação, violando assim os seus deveres fiduciários previstos no art. 64º CSC.

Esta realidade contrasta com os interesses dos titulares dos valores mobiliários e do oferente. Os primeiros pretendem que a OPA prossiga todo o seu curso, de forma a analisar a proposta apresentada pelo oferente e, no fim, decidir se vende – ou não – os seus valores mobiliários. Já os segundos pretendem que não sejam criados obstáculos à oferta lançada sobre os valores mobiliários, que não se pratiquem atos suscetíveis de diminuir a cotação das ações e que a situação económica e patrimonial da sociedade se mantenha inalterada em relação ao momento em que lançou a oferta.

Não nos podemos esquecer que na pendência de uma OPA poderão ainda surgir conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários. Nesta matéria salientamos que os acionistas de controlo podem atuar concertadamente com o órgão de administração – onde exercem funções ou influência -, com vista a frustrar o êxito da OPA para manter a sua posição de controlo na sociedade, afetando as pretensões dos acionistas minoritários.

Perante estes interesses conflitantes, no decurso de uma OPA, considerou-se necessário condicionar a atuação dos membros do órgão de administração. Neste sentido, tanto a Directiva das OPAs como o ordenamento jurídico interno limitaram os poderes da administração da sociedade visada, durante o período da oferta, na medida em que o órgão de administração não pode praticar atos que reúnam cumulativamente os três requisitos previstos no art. 182º/1.

Para além das soluções legislativas, existem diversos mecanismos de *Corporate Governance* que podem contribuir para mitigar os conflitos *supra* mencionados e incentivar o alinhamento desses interesses. Como mecanismos internos salientamos a importância da inclusão de administradores independentes no órgão de administração e as políticas de remuneração. Já o papel do mercado de controlo societários através da figura das OPAs destaca-se como o principal mecanismo externo.

BIBLIOGRAFIA

Almeida, A. P. d., 2013. *Sociedades comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados*. 7.^a ed. Coimbra: Coimbra Editora.

Antunes, J. A. E., 2009. *Os Instrumentos Financeiros*. Coimbra: Almedina.

Bebchuk, L. A., 2002. The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers. *The University of Chicago Law Review*, Volume 69, pp. 973-1035.

Burkart, M. & Panunzi, F., 2006. *Takeovers*. [Online]
Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=884080
[Acedido em Maio 2015].

Câmara, P., 2002. Códigos de Governo das Sociedades. *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 15, Dezembro, pp. 65-90.

Câmara, P., 2011. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2.^a ed. Coimbra: Almedina.

Castro, C. O. d., 1996. *Valores Mobiliários - Conceito e Espécies*. 2.^a ed. Porto: Universidade Católica Portuguesa.

CMVM, 2013. *Código de Governo das Sociedades da CMVM*. [Online]
Available at: <http://www.cmvm.pt>
[Acedido em Maio 2015].

CMVM, s.d. *Introdução das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*. [Online]
Available at: www.cmvm.pt
[Acedido em Janeiro 2015].

Cordeiro, A. M., 1994. Da Tomada das Sociedades (Takeovers): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa. *Revista da Ordem dos Advogados*, Volume 54, pp. 761-777.

Cordeiro, A. M., 1998. A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis. *Revista da Ordem dos Advogados*, Volume 58, pp. 133-145.

Cordeiro, A. M., 2004. A 13.^a Directriz do Direito das Sociedades. *Revista da Ordem dos Advogados*, Volume 64, pp. 97-111.

Correia, L. B., 1993. *Os administradores de sociedades anónimas*. Coimbra: Livraria Almedina.

Couto, A. S., 2006. Breve comentário à transposição da Directiva das OPA. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Dezembro, Volume 25, pp. 70-78.

Cunha, P. O., 2006. *Direito das Sociedades Comerciais*. 2^a ed. Coimbra: Almedina.

Denis, D. & McConnell, J., 2003. *International Corporate Governance*. [Online] Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=320121 [Acedido em Março 2015].

Fama, E. & Jensen, M., 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Volume XXVI, pp. 301-325.

Fernandes, C. A. A., 2014. Governo das sociedades, custos de agência e crise financeira: que relação?. *Navus - Revista de Gestão e Tecnologia*, Volume 4, n.º 1, pp. 6-21.

Ferrarini, G. & Miller, G., 2010. A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe. *ECGI Law Working Paper No. 139/2010*.

Fradejas, N. & Escuer, M., 2001. El mercado para el control de sociedades en España - Características y evolución durante el período 1990-1998. *Boletín Económico de ICE n.º 2682*, pp. 9-22.

Fragoso, L., 2005. *A OPA Inibitória e a limitação de poderes da sociedade visada*. [Online]

Available at: www.verbojuridico.net

[Acedido em Janeiro 2015].

Garcia, A. T., 1995. *OPA - Da oferta pública de aquisição e seu regime jurídico*. Coimbra: Coimbra Editora.

Gião, J. S., 2010. Conflictos de intereses entre administradores e os acionistas na sociedade anónima: os negócios com a sociedade e a remuneração dos administradores. Em: *Conflicto de intereses no direito societário e financeiro*. Coimbra: Almedina, pp. 215-291.

Guilarte, J. & Hermida, A., 2002. Las OPAs en el mercado español (Observaciones a partir de la práctica más reciente). *Revista Iberoamericana de los Mercados de Valores*, nº 6, pp. 66-82.

Guiné, O. V., 2009. *Da conduta (Defensiva) da administração "opada"*. Coimbra: Almedina.

Henriques, M., 2007. *Governo das sociedades e criação de valor - Grupo Lena*. [Online]

Available at:

<https://eg.sib.uc.pt/bitstream/10316/9000/1/Governo%20das%20Sociedades%20e%20Cria%C3%A7%C3%A3o%20de%20Valor.pdf>

[Acedido em Março 2015].

Hermida, A., 2008. El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS) en la Unión Europea y España. *Universidad Complutense - Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Maio.

Hill, J., s.d. *Regulatory Responses to Global Corporate Scandals*. [Online]

Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=886104.

[Acedido em Abril 2015].

Hopt, K. J., 2002. *Takeover regulation in Europe - The battle for the 13th directive on takeovers*. [Online]

Available at: <http://www.law.yale.edu/documents/pdf/CBL/3-2Pane3-Hopt.pdf>
[Acedido em Dezembro 2014].

Jensen, M. & Meckling, W., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Volume 3, pp. 305-360.

Jensen, M. & Murphy, K., 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives. *The Journal of Political Economics*, Abril, Volume 98, n.º 2, pp. 225-264.

João Gomes da Silva et al., 2007. *Os administradores independentes das sociedades cotadas portuguesas*. [Online]
Available at:
http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/livro_i_da_comisso_jurдика.pdf
[Acedido em Maio 2015].

Leitão, L. M., 2007. As medidas defensivas contra uma oferta publica de aquisição hostil. Em: *Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VII*. s.l.:Coimbra Editora, pp. 57- 76.

Liu, H.-W., 2010. The non-frustration rule of the UK city code on takeover and mergers and related agency problems: What are the implications for the EC takeover directive?. *The Columbia Journal of European Law Online*, Volume 17, pp. 5-10.

Lopes, C., Oliveira, H. & Cunha, C., 2006. O jogo das estratégias nas OPA - Caso Sonae/Portugal Telecom. *Revista TOC*, n.º 75, Junho, pp. 48-57.

Manne, H., 1965. Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, Volume 73, n.º 2, pp. 110-120.

Matos, P. V., 2009. A relação entre os acionistas e os gestores de sociedades cotadas: Alguns problemas e soluções. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 33, Agosto, pp. 92-104.

Moreira, R., 2011. *Compensação de executivos - Stock Options: o caso particular da compensação dos altos executivos*. [Online]

Available at:

<http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/312/1/Compensa%C3%A7%C3%A3o%20de%20Executivos%20-%20Ricardo%20Moreira%202050272.pdf>

[Acedido em Maio 2015].

OCDE, 2004. *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*.

[Online]

Available at:

<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>

[Acedido em Dezembro 2014].

Pereira, J. B., 2000. A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA. Em: *Direito dos Valores Mobiliários, Vol. II*. s.l.:Coimbra Editora, pp. 175-202.

Pereira, M. C., 2007. Conflito de interesses numa OPA hostil. *Jornal de Negócios*, 30 Março.

Ribeiro, M. d. F., 2012a. *A tutela dos credores da sociedade por quotas e a "desconsideração da personalidade jurídica"*. Coimbra: Almedina.

Ribeiro, M. d. F., 2012b. O dever de os administradores não aproveitarem, para si ou para terceiros, oportunidades de negócio societárias. Em: *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Heinrich Ewald Hörster*. Coimbra: Almedina, pp. 633-665.

Roqueiro, C. L. A., 2007. *Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*. [Online]

Available at:

http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_20.pdf

[Acedido em Dezembro 2014].

Silva, P. C. e., 2005. *Direito dos Valores Mobiliários - Relatório*. Lisboa: Coimbra Editora.

Vaz, J. C., 2011. *A Regra da Não Frustração da OPA e a Aquisição do Controlo*. [Online]

Available at:

<https://estudogeral.sib.uc.pt/bitstream/10316/21125/3/Tese%20Final.pdf>

[Acedido em Janeiro 2015].