

UNIVERSIDADE DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO



FACULDADE DE DIREITO
Universidade de Lisboa

**AS MEDIDAS DE DEFESA CONTRA AS *HOSTILE TAKEOVERS*: UM
ESTUDO SOBRE AS *POISON PILLS***

LUÍSA PENKAL BERNARDINO DE SOUZA

**Dissertação de Mestrado em Direito e Ciência Jurídica – Direito Comercial,
elaborada sob a orientação da Professora Doutora Madalena Perestrelo de
Oliveira**

LISBOA

2024

UNIVERSIDADE DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO



FACULDADE DE DIREITO
Universidade de Lisboa

**AS MEDIDAS DE DEFESA CONTRA AS *HOSTILE TAKEOVERS*: UM
ESTUDO SOBRE AS *POISON PILLS***

LUÍSA PENKAL BERNARDINO DE SOUZA

Dissertação de Mestrado apresentada à
Faculdade de Direito da Universidade de
Lisboa como parte da exigência para
obtenção do título de mestre em Direito na
área de Direito Comercial.

Orientação: Professora Doutora Madalena
Perestrelo de Oliveira

LISBOA

2024

RESUMO

No contexto de aquisições hostis, as sociedades visadas podem adotar medidas defensivas, que visam dificultar ou inviabilizar a conclusão da OPA, sendo as *poison pills* uma das medidas mais controversas. Este mecanismo de defesa, amplamente desenvolvido e utilizado no direito norte-americano, levanta questões sobre sua aplicabilidade e legalidade em diferentes jurisdições, especialmente à luz do direito da União Europeia e português, principalmente em razão das limitações impostas pela Diretiva 2004/25/CE.

Neste contexto, pretende-se analisar a possibilidade da adoção de medidas defensivas pelo conselho de administração de uma sociedade no âmbito de uma OPA, considerando para tal a regra da não frustração, estabelecida na Diretiva 2004/25/CE e transposta para o ordenamento jurídico português. Em particular, analisaremos a medida defensiva *poison pill*, que é amplamente utilizada no combate às aquisições hostis no direito norte-americano. Analisaremos a sua adoção nos Estados Unidos da América e, finalmente, iremos avaliar a sua validade no ordenamento jurídico português.

Palavras-chave: OPA; Hostil; Defesa; Pílula; Veneno.

ABSTRACT

In the context of hostile takeovers, target companies can adopt defensive measures, aimed at making it difficult or impossible for the takeover bid to be completed, with poison pills being one of the most controversial measures. This defense mechanism, widely developed and used in US law, raises questions about its applicability and legality in different jurisdictions, especially in light of European Union and Portuguese law, mainly due to the limitations imposed by Directive 2004/25/EC.

In this context, we intend to analyze the possibility of defensive measures being adopted by a company's board of directors in the context of a takeover bid, taking into account the non-frustration rule established in Directive 2004/25/EC and transposed into Portuguese law. In particular, we will analyze the poison pill defensive measure, which is widely used to combat hostile takeovers in US law. We will analyze its adoption in the United States of America and, finally, we will assess its validity in the Portuguese legal system.

Keywords: Hostile; Takeovers; Defense; Poison; Pills.

ÍNDICE

ABREVIATURAS	7
INTRODUÇÃO.....	8
1. A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO	10
1.1. Conceito e âmbito.....	10
1.2. Origem e Evolução	13
1.2.1. Estados Unidos	13
1.2.2. Reino Unido.....	16
1.2.3. União Europeia.....	19
1.2.4. A OPA em Portugal.....	23
1.3. <i>As hostile takeovers</i>	29
1.4. As sociedades cotadas	31
2. A ATUAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NO DECURSO DA OPA	36
2.1. <i>Corporate governance</i>	36
2.2. Poderes e Deveres dos administradores.....	40
2.2.2. Deveres específicos no decurso da OPA	47
2.3. Conflitos de interesses numa OPA hostil	49
2.4. Limitação dos poderes da administração – A regra da não frustração	52
2.4.1. Início e fim da limitação dos poderes.....	57
2.4.2. Atos proibidos.....	59
a) Alteração da situação patrimonial	60
b) Gestão normal da sociedade	62
c) Afetação dos interesses do oferente.....	63
d) Outros atos proibidos.....	64
2.4.3. Exceções à regra da não frustração	65
2.5. A atuação dos administradores no direito norte-americano	68
3. AS MEDIDAS DE DEFESA CONTRA AS “HOSTILE TAKEOVERS”	78
3.1. Classificação.....	80
3.1.1. Medidas Preventivas.....	81
a) Limitações ao exercício do direito de voto.....	83

b)	Limitação à transmissão de ações.....	85
c)	Estabilidade do órgão de administração	87
3.1.2.	Medidas Reativas.....	91
a)	<i>White Knight</i>	92
b)	<i>Pac-Man Defense</i>	95
c)	<i>Crown Jewel Defense</i>	97
d)	<i>Litigation</i>	99
4.	<i>AS POISON PILLS</i>	103
4.1.	Origem e desenvolvimento das <i>poison pills</i> nos Estados Unidos da América .	106
4.2.	Principais aspectos.....	110
4.3.	Categorias de <i>poison pills</i>	118
4.3.1.	<i>Flip-over</i>	119
4.3.2.	<i>Flip-in</i>	121
4.3.3.	<i>Back-End</i>	125
4.3.4.	<i>Exchange Option</i>	127
4.3.5.	<i>Dead Hand Provision</i>	129
4.4.	As “ <i>Brazilian poison pills</i> ”	132
4.5.	A admissibilidade das <i>poison pills</i> em Portugal e na União Europeia	137
4.5.1.	As <i>poison pills</i> e o direito da União Europeia	140
4.5.2.	As <i>poison pills</i> e o direito português	142
4.5.3.	A experiência francesa.....	144
4.6.	Conclusão sobre a admissibilidade das <i>poison pills</i>	147
	CONCLUSÃO.....	151
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICAS	153

ABREVIATURAS

Art. – Artigo

B3 – Brasil, Bolsa e Balcão

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CodMVM – Código do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

Diretiva das OPAs – Diretiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004

Lei das Sociedades por Ações – Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976

Lei n.º 99-A/2021 – Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro

N.º – Número

OPA – Oferta Pública de Aquisição

P. – Página

PP. – Páginas

SEC – *Securities Exchange Commission*

SS. – *Seguintes*

Vol. – Volume

INTRODUÇÃO

A dinâmica dos mercados de capitais é marcada por uma constante evolução de estratégias e instrumentos financeiros. Neste contexto, a OPA desponta como um mecanismo de consolidação empresarial que, embora tenha suas raízes nos primórdios da estrutura corporativa moderna, adquiriu especial relevância com a expansão dos mercados de capitais no século XX, particularmente nos Estados Unidos da América.

A OPA surge como uma operação através da qual uma entidade propõe diretamente aos acionistas de uma sociedade cotada em bolsa a aquisição dos seus títulos a um preço determinado, normalmente superior ao preço de mercado, de forma a adquirir uma participação significativa ou o controle da sociedade. Contudo, quando as OPAs assumem a forma hostil, isto é, quando são realizadas sem o consentimento dos órgãos de administração das sociedades visadas, desencadeiam uma série de desafios legais e estratégicos.

Neste contexto de hostilidade, surgiram estratégias de defesa colocadas à disposição das sociedades por forma a proteger a sua autonomia e estratégia corporativa frente a tentativas de aquisição não consentidas. Paralelamente ao desenvolvimento dessas medidas defensivas, surgiu a discussão sobre a limitação da atuação dos administradores das sociedades durante uma OPA hostil. Em diversas jurisdições, impõem-se restrições legais e regulamentares ao conselho de administração, fundamentadas no dever fiduciário dos administradores para com os acionistas e na preservação do interesse social. Tais limitações buscam prevenir que ações defensivas resultem em uma rejeição automática de qualquer oferta de aquisição, independente dos benefícios que esta poderia trazer aos acionistas e à própria sociedade. A figura da “regra de não frustração” é exemplo disso, limitando os poderes dos administradores para que não possam simplesmente frustrar ofertas de aquisição sem submeter a decisão ao crivo dos acionistas, garantindo assim um equilíbrio entre a defesa corporativa e os direitos dos acionistas.

Sem prejuízo da aplicação da regra de não frustração, a sociedade e os membros dos órgãos de administração têm a sua disposição medidas de defesa de forma a tentar frustrar

a OPA. As medidas de defesa desdobram-se em medidas preventivas e reativas. As medidas preventivas são aquelas intrinsecamente tecidas na estrutura da sociedade, concebidas para desencorajar qualquer tentativa de aquisição hostil. Estas incluem dispositivos como limitações estatutárias a estruturas de votação diferenciadas, que almejam assegurar que a integridade e independência da sociedade não sejam subitamente comprometidas por movimentos de mercado não consensuais. Em contrapartida, as medidas reativas são empregues como resposta a tentativas de aquisição hostil já em curso. Destacam-se aí a procura por um “*white knight*” e a execução de estratégias como a “*pac-man defense*”.

No âmbito das medidas defensivas, destacamos as “*poison pills*” ou “pílulas de veneno”, que são amplamente utilizadas no mercado americano no âmbito da defesa contra uma OPA hostil. Estas medidas ganharam grande atenção dos administradores americanos, uma vez que, para além de possibilitarem a frustração da OPA, dão também aos administradores a possibilidade de negociarem melhores condições para os acionistas na alienação das suas ações. Contudo, a adoção destas medidas é controversa em diversos ordenamentos jurídicos, em particular, no português.

Assim, a presente dissertação pretende examinar os mecanismos de defesa à disposição da sociedade visada no contexto de uma OPA hostil, em particular o mecanismo das *poison pills* como medida de defesa. Iniciaremos o presente trabalho a analisar o conceito e origem da OPA, bem como as suas diversas características, em particular a sua natureza hostil. Em seguida, abordaremos as limitações a atuação do conselho de administração no decurso da OPA. Iremos analisar as medidas de defesa colocadas à disposição da sociedade e do órgão de administração. E, por fim, aprofundar-nos-emos na figura das *poison pills* e a sua admissibilidade e no direito europeu, em especial, no direito português.

1. A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO

1.1. Conceito e âmbito

A OPA¹ é uma modalidade de oferta pública² que se traduz numa proposta contratual, pública e irrevogável, dirigida a um conjunto de indivíduos que detêm participações sociais de uma determinada sociedade. O objetivo da proposta é adquirir essas participações, oferecendo uma compensação, normalmente superior ao valor de mercado dessas participações. Esse processo³ é caracterizado pela criação de uma ligação direta entre o oferente e os detentores dos valores mobiliários da sociedade visada.

Segundo a Diretiva das OPAs, uma OPA é definida como uma oferta pública, dirigida aos titulares de valores mobiliários, com o intuito de adquirir total ou parcialmente esses valores. A oferta pode ser voluntária ou obrigatória e tem como finalidade ou consequência a aquisição do controlo da sociedade, conforme as disposições da legislação nacional.

A OPA é, portanto, uma técnica de aquisição de valores mobiliários através da qual uma pessoa singular ou coletiva, visando, normalmente, adquirir o controlo de uma sociedade, ao invés de recorrer a negociações diretas com a sociedade visada ou com o grupo que a

¹ Artigo 173.º, n.º 1 do CVM: “Considera-se uma oferta pública de aquisição a proposta, dirigida a destinatários indeterminados, de aquisição de ações ou de valores mobiliários que conferem direito à sua subscrição ou aquisição emitidos por sociedade cujas ações estejam admitidas em mercado regulamentado em Portugal”.

² Considera-se pública, a oferta de valores mobiliários realizada ao público que exigem a prévia divulgação de prospeto ou documento exigível de acordo com a legislação da União Europeia (artigo 109.º, n.º 1 do CVM). Com a entrada em vigor da Lei n.º 99-A/2021, os critérios anteriores de qualificação foram modificados, eliminando a distinção entre “oferta particular” e “oferta isenta de prospeto”. O artigo 109.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM) estabelece que as disposições referentes às ofertas públicas não são aplicáveis a ofertas de valores mobiliários ao público cujo valor total, dentro da União Europeia, seja inferior a 8.000.000 de euros. Esse montante é calculado com base nas ofertas realizadas ao longo de um período de 12 meses. Dessa forma, pequenas ofertas dentro desse limite ficam isentas das obrigações de divulgação de prospeto, simplificando o processo para emissores que pretendam captar recursos sem atingir o referido valor.

³ Este processo deve seguir os trâmites nos termos do CVM: do lado do oferente, a elaboração, divulgação e publicação do anúncio preliminar, o lançamento e o requerimento prévio da oferta na CMVM, o prospecto; a decisão da CMVM sobre o registo; do lado do órgão de administração da sociedade visada a elaboração de um relatório sobre a oferta e, por fim, as declarações de aceitação por parte dos seus destinatários e o apuramento e publicação do resultado da oferta.

controla, ou ainda, ao invés de proceder a uma compra sistemática em bolsa de valores⁴ da dita sociedade, efetuar uma proposta irrevogável dirigida publicamente aos titulares de valores mobiliários dessa sociedade, de transferirem os seus títulos para o oferente, dentro de um determinado período de tempo⁵, a um preço geralmente superior à sua cotação em bolsa, ou, não estando cotados ao seu valor de mercado e, normalmente também, sob a condição de que os títulos apresentados atinjam um número ou percentagem mínimos⁶.

Paulo Câmara afirma que as OPAs, consistem em propostas destinadas ao público com o objetivo de adquirir valores mobiliários, seguindo um processo legalmente definido. Diferentemente das emissões de valores mobiliários, as ofertas de aquisição têm como objetivo induzir os investidores a decidirem pela venda de seus ativos. Embora exista uma intermediação no processo, a oferta é direcionada diretamente aos detentores dos valores mobiliários da sociedade visada. Assim, o sucesso ou fracasso da oferta está intimamente ligado ao nível de aceitação por parte desses investidores⁷.

Através da Lei n.º 99-A/2021⁸, o regime das OPAs passou a ser aplicado exclusivamente a ofertas públicas cujo objetivo seja a aquisição de ações e outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou aquisição dessas ações, desde que emitidos por sociedades cujas ações estejam cotadas em um mercado regulamentado em Portugal.

⁴ A compra sistemática de ações em bolsa consiste na aquisição progressiva em bolsa das ações da sociedade visada, até atingir um número de títulos que lhe atribuam o controlo.

⁵ O período da oferta só começa formalmente com o registo da mesma. Contudo, o oferente pode subordinar esse registo à obtenção de uma autorização de uma entidade reguladora competente, como a Autoridade da Concorrência, em casos de operações de concentração que requerem notificação prévia. VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 91.

⁶ PERDIGOTO, Catarina Isabel de Castilho Brêda, A conduta da administração da sociedade visada por OPA: a regra de não frustração, Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Faculdade de Direito, Escola do Porto, 2020, p. 9.

⁷ CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 4.ª edição, Coimbra: Almedina, 2018, p. 671.

⁸ A Lei n.º 99-A/2021 procedeu a alterações substanciais ao CVM, ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, ao Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, ao Regime Jurídico da Supervisão de Auditoria, aos estatutos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, ao Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, entre outros.

Até a entrada em vigor da Lei n.º 99-A/2021, o CVM consagrava um princípio de liberdade do objeto: a oferta poderia ser dirigida a qualquer tipo de valor mobiliário (artigo 173, n.º 3 do CVM, agora revogado), incluindo, por exemplo, instrumentos financeiros representativos de dívida⁹. No entanto, o processo e a regulamentação da OPA estavam estruturados para a aquisição de valores mobiliários relacionados com a aquisição do controlo societário, pelo que o artigo 173, n.º 3 do CVM, agora revogado, esclarecia que havia um conjunto de normativos que não se aplicavam à OPA que não visasse o controlo da sociedade, nomeadamente, relativos aos anúncios preliminares, deveres de informação sobre transações efetuadas, deveres do emitente, oferta concorrente e OPA obrigatória.

Cumpramos destacar aqui a importância da OPA como técnica de aquisição de controlo¹⁰ dentre os diversos processos disponíveis no mercado, em particular em relação a compra sistemática de ações em bolsa (*ramassage*). O *ramassage* é, tal como a OPA, uma técnica de aquisição que dispensa o prévio acordo do grupo de controlo. Esta técnica consiste em o interessado comprar pouco a pouco, em bolsa, as ações da sociedade visada, até atingir um número de títulos que lhe atribuam o controlo.

No entanto, o processo de compra sistemática costuma ser um processo longo e pouco transparente, uma vez que é realizado apenas entre o grupo de controlo e o interessado, ficando os acionistas minoritários à margem da operação, da qual, normalmente, apenas tomam conhecimento num momento posterior, quando a operação de aquisição já foi concluída. O fato de a negociação para aquisição do controlo ser realizada sem a participação dos acionistas minoritários, juntamente com o fato de as ações dos acionistas majoritários garantirem o domínio da sociedade, permite que esses títulos sejam adquiridos por um valor mais elevado em comparação com os pagos aos restantes

⁹ Entendemos que a alteração ao objeto das OPAs, introduzida pela Lei n.º 99-A/2021, trouxe uma contribuição relevante para o desenvolvimento do mercado de capitais português. Essa mudança simplificou o processo de aquisição de instrumentos financeiros não representativos de capital, permitindo que esses ativos sejam adquiridos sem a obrigatoriedade de seguir o regime das OPAs.

¹⁰ Como ensina Orlando Guiné, “a OPA é estruturalmente um meio de aquisição de valores mobiliários, mas funcionalmente é caracteristicamente um meio para aquisição do controlo sobre a sociedade visada”. GUINÉ, Orlando Vogler, Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”, Coimbra: Almedina, 2009, p. 19.

acionistas. Esse montante adicional oferecido pela compra das ações que garantem o controle da sociedade é conhecido como “prémio de controle”.

A OPA, por outro lado, em razão da sua natureza pública, promove a transparência no processo de aquisição do controle. A OPA é dirigida num mesmo momento e com as mesmas condições a todos os titulares de valores mobiliários. Dessa forma, permite que todos os acionistas tenham oportunidade de apreciar a oferta e, também, possam beneficiar do prémio de controle, assegurando, conseqüentemente, o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas.

Ainda, a OPA permite ao interessado adquirir uma sociedade, através de uma única transação e, normalmente, sem suportar os riscos de fracasso – *i.e.*, de o interessado não adquirir a quantidade suficiente de ações para atribuir o controle – uma vez que a operação está geralmente subordinada à obtenção de uma certa percentagem de aceitações: as necessárias para conferir o domínio ou, pelo menos, o objetivo pretendido.

A OPA é, portanto, uma estratégia de aquisição de controle, em que o oferente pode ignorar o grupo controlador, apresentando a proposta diretamente aos acionistas da sociedade. Assim, os acionistas voltam a exercer, mesmo que temporariamente, o seu papel como os legítimos proprietários da sociedade.

1.2. Origem e Evolução

1.2.1. Estados Unidos

Após a Segunda Guerra Mundial, a economia dos Estados Unidos da América experimentou um crescimento significativo. A expansão das *corporations* e o aumento do mercado de capitais criaram um ambiente propício para novos métodos de aquisição de controle sobre empresas.

Até ao final dos anos 50, a principal técnica de obtenção do controle de uma sociedade sem o consentimento do seu grupo de controle era através da utilização do instituto

conhecido como *proxy contests*¹¹. As *proxy contests* consistem na outorga da proxies (procurações com poderes especiais) por parte dos acionistas em favor de um outro acionista para uma determinada assembleia geral, em que se procederia à eleição dos membros do órgão de administração e em que os atuais membros deste órgão se apresentariam numa lista concorrente à constante proposta apresentada pelo acionista com poderes especiais. No entanto, essa técnica apresentava diversos inconvenientes uma vez que envolvia altos custos, longos períodos de negociação com os acionistas, elevados riscos e estava sujeita ao cumprimento de diversos requisitos (*proxy rules*) estipulados pela SEC¹².

Ao abrigo da autorização de elaboração de regras prevista no *Securities Exchange Act de 1934*, tal como alterado, a SEC promulgou regulamentos conhecidos como *proxy rules*, através do qual o legislador americano procurou regulamentar a utilização das *proxy contests* e torná-las mais transparentes. No entanto, ao aumentar as formalidades e as taxas legais necessárias, as *proxy contests* passaram a ter um custo mais elevado.

Na década de 1960, as *corporate raiders*¹³ já tinham compreendido como evitar as despesas e os riscos¹⁴ decorrentes da regulamentação federal relativa às *proxy contests*. Ao invés de exigir o voto dos acionistas, o oferente exigia a compra das suas ações¹⁵.

¹¹ HABLUTZEL, Philip N., SELMER, David R., *Hostile Corporate Takeovers: History and Overview*, *Northern Illinois University Law Review*, vol. 8, n.º 2, 1988, p. 203-204.

¹² A *Securities and Exchange Commission* é a entidade reguladora responsável pela regulamentação dos mercados de valores mobiliários e pela proteção dos investidores nos Estados Unidos da América. AVEDIAN, Averik, CRONQVIST, Henrik e WEIDENMIER, Marc, *Corporate Governance and the Creation of the SEC*, *Swedish house of Finance Research Paper* n.º 15-03, 2015. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2498007. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

¹³ Os *corporate raiders* são investidores, frequentemente *hedge funds* ou indivíduos com grande capital, que buscam adquirir uma participação significativa em uma sociedade com o objetivo de mudar a sua gestão ou estratégia para aumentar o valor das ações e, posteriormente, aliená-las obtendo lucro. Esses investidores geralmente procuram sociedades subvalorizadas ou mal geridas. GOSHEN, Zohar, STEEL, Reilly S., *Barbarians Inside the Gate: Raiders, Activists, and the Risk of Mistargeting*, in *The Yale Law Journal*, Vol. 132, n.º 2, 2022, p. 416.

¹⁴ As *proxy contests* implicavam dois tipos de riscos. Em primeiro lugar, o risco de violar as *proxy rules*. Em segundo lugar, o risco económico de incorrer nas despesas e perder a *proxy contest*. Caso a disputa não fosse bem sucedida, os custos relacionados com a disputa não seriam recuperados pelo oferente.

¹⁵ Dessa forma, caso a obtenção do controlo da sociedade não fosse bem sucedida, o oferente permaneceria titular das ações e, consequentemente, do seu preço.

Nasceu, assim, as *tender offers* que assumiam dois formatos principais¹⁶. Na oferta de troca (*exchange offer*), o adquirente emitiria novos valores mobiliários para serem entregues aos acionistas da sociedade visada. Esta nova emissão teria normalmente de ser registada ao abrigo do *Securities Act* de 1933 e o prospeto necessário exigiria informações pormenorizadas. Assim, nas ofertas de troca para além dos riscos regulamentares, havia a necessidade de incorrer com despesas jurídicas para minimizar esses riscos.

Em contrapartida, as *tender offers* em numerário (*cash tender offers*) não envolviam a emissão de valores mobiliários, nem a solicitação de procurações e, por conseguinte, não estavam abrangidas pelos regimes regulamentares federais. Quando esta lacuna não regulamentada entre a regulamentação dos valores mobiliários do *Securities Act* de 1933 e as *proxy rules* do *Securities Exchange Act* de 1934 foi descoberta no início da década de 1960, a utilização das *cash tender offers*¹⁷ expandiu-se significativamente.

As *tender offers* mostraram-se mais eficientes porque permitem uma aquisição direta e rápida de uma sociedade. Os acionistas podem vender suas ações diretamente ao adquirente, sem a necessidade de se envolver em disputas prolongadas e complexas. As *tender offers* surgiram, portanto, como uma técnica mais rápida, simples, agressiva e menos dispendiosa de aquisição de controlo de uma sociedade face às demais técnicas de concentração empresarial, em particular o habitual *proxy contests*.

Perante a crescente utilização deste novo instituto, o seu carácter hostil e sobretudo face à utilização de técnicas e práticas abusivas¹⁸ pelos oferentes, os empresários e a própria SEC pressionaram o poder legislativo americano no sentido a sua regulamentação.

¹⁶ HABLUTZEL, Philip N., SELMER, David R., *Hostile Corporate Takeovers: History and Overview*, *Northern Illinois University Law Review*, vol. 8, n.º 2, 1988, p. 205.

¹⁷ As *tender offers* eram na época apelidadas por *saturday night specials*, uma vez que costumavam ser lançadas durante o fim de semana, quando a bolsa de valores estava encerrada e a sociedade visada não estava em posição de se defender. GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, in Boletim da Faculdade de Direito, *Stydia Ivridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 24.

¹⁸ Entre as práticas abusivas, inclui-se a limitação de informação a disponibilizar aos destinatários consoante a sua conveniência, a sujeição do excesso de aceitações a um critério puramente temporal, a oferta de condições económicas diversas em função do grupo de acionistas em causa, a exigência de aceitações irrevogáveis dos acionistas (que ficavam proibidos de dispor dos seus valores mobiliários por

Em 1968 foi promulgado o *Williams Act* que colocou, em primeiro lugar, as *cash tender offers* sob a jurisdição da SEC e introduziu diversas medidas de proteção aos acionistas, em particular, regras de divulgação obrigatória pelas sociedades oferentes, implementação de um período de resposta à sociedade visada e igualdade de tratamento entre todos os acionistas, garantindo, assim, que todos os acionistas tivessem tempo e informações suficientes para considerar a oferta¹⁹. No fundo, o *Williams Act* pretendeu impor ao oferente um conjunto importante de deveres informativos para permitir que os destinatários da oferta possam, de forma livre e mais informada, tomar a sua decisão.

As *tender offers* são hoje reguladas pelo *Williams Act*, complementada pelas normas emitidas pela SEC, pelo *Securities Act* de 1933, pelo *Securities Exchange Act* de 1934 e pelas disposições da bolsa de Nova Iorque relativas às sociedades cotadas, Lei Anti-Trust²⁰ e pelas diversas regras aprovadas pelos estados no âmbito das suas competências legislativas sobretudo ao nível do direito das sociedades, nomeadamente quanto aos poderes da sociedade visada na pendência da oferta.

1.2.2. Reino Unido

No Reino Unido, a origem das OPAs foi muito diferente do contexto norte-americano. As OPAs surgiram após o fim da Segunda Guerra Mundial, num contexto político e económico caracterizado por uma importante inflação e por uma política de dividendos muito restritiva. Em razão da desvalorização dos ativos gerada no pós Segunda Guerra Mundial e do ainda incipiente tecido económico-productivo e da referida restritiva política de dividendos, as ações encontravam-se subvalorizadas e, adicionalmente, as próprias empresas estavam a ser mal geridas. Estes fatores tornaram as sociedades extremamente

um largo período de tempo), a fixação de prazos muito curtos de aceitação, a exclusão da partilha dos benefícios de uma eventual melhoria da oferta com os acionistas que já tivessem aceitado a mesma. COHEN, Manuel F., *A Note on Takeover Bids and Corporate Purchases of Stock*, in *Business Lawyer*, Vol. 22, n.º 1, 1966, p. 149. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/40684141>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

¹⁹ ARMOUR, John, CHEFFINS, Brian R., *The Origins of the Market for Corporate Control*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper n.º 226/2013, 2013, p. 31. Disponível em https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id2324427.pdf. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

²⁰ GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, in *Boletim da Faculdade de Direito, Studia Iuridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 25.

“apetecíveis” e vulneráveis às *takeover bids*, uma vez que o oferente iria adquirir o controlo da sociedade por um valor muito inferior ao seu real valor, com o objetivo de ter acesso às suas disponibilidades de caixa ou para vender os ativos que estavam subavaliados nos balanços.

De forma geral, à semelhança do que aconteceu nos Estados Unidos da América, as *takeover bids* assumiram um carácter hostil²¹, uma vez que eram lançadas sem o consentimento ou acordo dos administradores da sociedade visada, e estes tentavam impedir o seu sucesso, dando lugar a longas batalhas entre o oferente e a sociedade visada.²²

As práticas abusivas e a falta de regulação adequada relativa às *takeover bids*, geraram uma crescente insatisfação entre os investidores e estavam a comprometer a integridade do mercado britânico, em particular em relação ao tratamento desigual dos acionistas²³ e a falta de transparência das operações.

Assim, no ano de 1959 surge no Reino Unido a primeira regulamentação relativa a esta matéria²⁴, o denominado código de boa conduta *Notes on Amalgamations of British Business*, que pretendia regular o processo de *takeover bids*. No entanto, as batalhas, as polémicas e a instabilidade gerada pelas *takeover bids*, sobretudo em torno da problemática dos interesses dos acionistas mantiveram-se.

Assim, em 1968, surgiu o *The City Code on Takeover and Mergers*, que refletia a opinião coletiva dos profissionais/agentes envolvidos no campo das aquisições, baseando-se, por

²¹ FERREIRA, Manuel Requicha, Opa Concorrente, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. X, AA. VV. - Instituto dos Valores Mobiliários, 1ª Edição, 2011, Coimbra: Coimbra Editora, p. 142.

²² GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, in *Boletim da Faculdade de Direito, Studia Iuridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 22.

²³ Acionistas majoritários recebiam ofertas mais vantajosas, enquanto os acionistas minoritários eram prejudicados ou forçados a vender as suas ações em condições desfavoráveis.

²⁴ ARMOUR, John, JACOBS, Jack B., MILHAUPT, Curtis J., *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework*, *Harvard International Law Journal*, Vol. 52, n.º 1, 2011, p. 236.

isso, em dez princípios gerais²⁵ destinados a implementar padrões de bons comportamentos aos vários agentes do mercado.

O diploma pretendia através dos princípios gerais assegurar a transparência das ofertas e a responsabilidade do órgão de administrações da sociedade visada durante a oferta. Adicionalmente, era possível verificar a preocupação em estabelecer um regime de proteção acrescida aos acionistas da sociedade visada em especial dos acionistas minoritários, baseado no princípio da igualdade de tratamento.

O *City Code*, apesar das diversas alterações a que foi sujeito, é ainda hoje o quadro regulamentar fundamental das *takeover bids* em Inglaterra e o princípio fundamental que o enforma é o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas.

²⁵ Os denominados “princípios gerais” consistiam em: 1. A igualdade de tratamento de todos os acionistas titulares da mesma categoria de títulos da sociedade visada; 2. Garantir que o oferente, bem como o órgão de administração da sociedade visada, disponibilize as mesmas informações a todos os acionistas destinatários da oferta; 3. O oferente apenas deverá anunciar uma oferta após uma cuidada e responsável reflexão, ou seja, depois de apreciada devidamente a sua viabilidade; 4. Assegurar que seja prestada informação completa, e em igualdade de condições, de forma a permitir aos acionistas considerar os méritos da oferta e chegar a uma decisão em tempo oportuno, nunca devendo ser-lhes vedada qualquer informação relevante; 5. Qualquer documento dirigido aos acionistas, proveniente do oferente ou do órgão de administração da sociedade visada, deve ser elaborado de acordo com elevados padrões de responsabilidade e veracidade; 6. As partes envolvidas devem atuar de forma a prevenir a manipulação ou distorção do valor dos títulos da sociedade visada ou da sociedade oferente, nomeadamente, através de declarações enganosas para os acionistas ou para o próprio mercado; 7. Limitação dos poderes do órgão de administração da sociedade visada, sem aprovação da assembleia geral dos acionistas, de forma a evitar frustração dos fins da oferta e a possibilitar que eles se pronunciem sobre a mesma; 8. Os direitos de voto conferem o controlo de uma sociedade devem ser exercidos de boa-fé, e qualquer abuso relativamente a uma minoria é totalmente inaceitável; 9. Os membros dos órgãos de administração da sociedade oferente e da sociedade visada, ao aconselhar os seus acionistas, devem atuar unicamente na qualidade de administradores e não atenderem às suas posições acionistas pessoais ou familiares ou às suas relações pessoais com a sociedade; devendo para tal ter sempre em conta os interesses dos acionistas, considerados no seu todo, juntamente com os dos trabalhadores e dos credores da sociedade; os administradores devem atuar com o todo o cuidado antes de assumirem qualquer compromisso com o oferente, podendo daí decorrer a violação dos seus deveres fiduciários; 10. Quando alguém pretende adquirir, ou consolidar, direta ou indiretamente o controlo de uma sociedade, é obrigada, em princípio, a lançar uma oferta geral dirigida a todos os seus acionistas. VAZ, João Cunha, *As OPA na União Europeia Face ao Novo Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Almedina, 2000, pp. 108-109.

1.2.3. União Europeia

A figura da OPA surgiu na Europa continental no final dos anos 50²⁶, mas foi pouco utilizada até meados da década de 80.

O aumento na utilização da OPA como mecanismo de aquisição de controlo no mercado europeu, teve como origem o “desaparecimento de limitações legais, a crescente internacionalização das economias, reforçada pela entrada em vigor em 1 de janeiro de 1993 do mercado único europeu, redescoberta do mercado bolsista, com reorientação do aforro público para as bolsas de valores e uma maior intervenção dos meios financeiros na vida das sociedades, a inflação verificada nos anos 70 e princípio dos anos 80, que aumentou o valor real dos ativos das empresas sem que o valor das suas ações tenha aumentado proporcionalmente, acionariado mal conhecido e disperso, sociedades geridas de modo rotineiro em setores da economia prósperos e a desinflação verificada que libertou disponibilidades para o financiamento destas operações”²⁷.

Desde o seu surgimento na Europa continental, os Estados-Membros desenvolveram o regime da OPA de forma autónoma²⁸. No entanto, em razão da crescente aproximação dos diversos sistemas económicos europeus e da globalização da economia a nível mundial, percebeu-se a necessidade de realizar uma harmonização do regime aplicável às ofertas públicas de aquisição, tendo em vista a sua importância como instrumento de concentração empresarial.

²⁶ A primeira OPA lançada na Europa Continental, ocorreu em 1957 na Bélgica, quando a S.A. Ideal Standert lançou uma OPA sobre a sociedade S.A. Sanibel. GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, in Boletim da Faculdade de Direito, *Stvdia Ivridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 28.

²⁷ GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, in Boletim da Faculdade de Direito, *Stvdia Ivridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 30.

²⁸ Antes da Diretiva da OPA, o cenário regulatório para ofertas públicas de aquisição era fragmentado, com cada Estado-Membro tendo seu próprio conjunto de regras e proteções, levando inconsistências e falta de transparência nas aquisições transfronteiriças. A necessidade de um quadro regulatório coerente tornou-se evidente à medida em que o mercado interno se integrava e as atividades corporativas transfronteiriças aumentava.

A ideia de uma regulação unificada de OPAs dentro da União Europeia remonta aos anos 1970²⁹, quando a Comissão Europeia ao Conselho da União Europeia e ao Parlamento Europeu iniciou discussões sobre a necessidade de um quadro comum. a Comissão Europeia destacou no “Livro Branco sobre a Conclusão do Mercado Interno” de 1985³⁰, a importância de alinhar as legislações dos Estados-Membros nas matérias relacionadas com as OPAs. Esse alinhamento visava facilitar fusões e aquisições entre fronteiras, consideradas essenciais para a concretização do mercado interno³¹. No entanto, a proposta enfrentou uma oposição significativa devido a preocupações com a soberania e interesses econômicos nacionais. Os Estados-Membros estavam particularmente divididos sobre questões como a proteção dos acionistas minoritários, o papel da participação dos empregados e a permissibilidade de medidas defensivas pelas sociedades-alvo. Devido a resistência apresentada pelos Estados-Membros, a proposta apresentada pela Comissão Europeia fracassou³².

Ao longo dos anos 1990, diversas propostas revisadas foram apresentadas, cada uma na tentativa de equilibrar os diversos interesses dos Estados-Membros³³. Apesar desses esforços, o consenso permaneceu evasivo, principalmente devido às diferenças nos

²⁹ CASCANTE, Christian, TYROLT, Jochen, *Germany Takeover Guide (Gleiss Lutz n.d.)*, p. 2. Disponível em <https://www.ibanet.org/document?id=Takeover-guide-Germany-2023>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

³⁰ TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millennium*, *New York Law School Law Review* 51, n.º 3, 2006-2007, p. 699.

³¹ Nesse sentido, a Comissão Europeia afirmou: “*There is a case, however, for making better use of certain procedures such as offers of shares to the public for reshaping the pattern of share ownership enterprises, since the rules currently in force in this sphere vary a great deal from one country to another. Such operations should be made more attractive. This could be done by requiring minimum guarantees, particularly on the information to be given to those concerned, while it would be left to the Member State to devise procedures for monitoring such operations and to designate the authorities to which the powers of supervision were to be assigned. A proposal will be made in 1987 and the necessary decisions should be taken by 1989*”. *Completing the Internal Market: White Paper From the Commission to the European Council (Milan, 28-29 June 1985)*, p. 35. Disponível em <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/4ff490f3-dbb6-4331-a2ca-a3ca59f974a8/language-en>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

³² TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millennium*, *New York Law School Law Review* 51, n.º 3, 2006-2007, p. 699.

³³ TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millennium*, *New York Law School Law Review* 51, n.º 3, 2006-2007, p. 691.

sistemas de governança corporativa e aos diferentes graus de proteção dos acionistas entre os Estados-Membros.

Em fevereiro de 1996, a Comissão Europeia apresentou uma nova proposta de Diretiva, estabelecendo princípios gerais que os Estados-Membros deveriam transpor e aplicar. No entanto, o Parlamento Europeu acabou por rejeitar a proposta, sobretudo porque impunha que os administradores obtivessem a aprovação dos acionistas antes de adotarem quaisquer medidas defensivas contra uma OPA hostil. Esse ponto gerou preocupação em certos eurodeputados, que temiam que tal regra limitasse a capacidade da sociedade visada de se proteger adequadamente³⁴.

Em 2002, a Comissão Europeia avançou com uma nova proposta, seguindo as orientações de um Grupo de Especialistas em Direito Empresarial (*High-Level Group of Company Law Experts*), liderado por Jaap Winter³⁵. O objetivo deste grupo era garantir um elevado nível de proteção aos acionistas, definir claramente o conceito de preço justo nas ofertas obrigatórias e criar um mecanismo para a compra das ações dos acionistas que permanecessem na sociedade após a conclusão da oferta³⁶.

Após intensas³⁷ negociações e compromissos, visando, especialmente com o objetivo de flexibilizar algumas disposições, a União Europeia aprovou a Diretiva das OPAs em 21 de abril de 2004. A Diretiva foi concebida como um quadro que estabelece princípios comuns e um número limitado de requisitos gerais, que os Estados-Membros deverão

³⁴ TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millennium*, *New York Law School Law Review* 51, n.º 3, 2006-2007, p. 700.

³⁵ GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc, *Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe*, *Tjalling C. Koopmans Research Institute, Utrecht School of Economics, Utrecht University, Discussion Paper Series* n.º 05-19, 2005, p. 21.

³⁶ HOPT, Klaus J., *A harmonização do Regime das Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) na Europa*, in Instituto dos Valores Mobiliários - Direito dos Valores Mobiliários, Volume V, Coimbra: Coimbra Editora, 2004, p. 223.

³⁷ Como refere Paulo Câmara, as dificuldades relacionadas com a consagração de um regime harmonizado no espaço europeu resumiam-se essencialmente com: i) a estrutura típica de titularidade acionistas, e ii) com o sistema de direito das sociedades existentes em cada Estado, em particular quanto à demarcação do conceito de domínio. CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª edição, Coimbra: Almedina, 2018, p. 714.

implementar através de normas mais detalhadas, adaptadas ao seu sistema jurídico e ao contexto nacional.

A Diretiva das OPAs aprovada em 2004 implementou com natureza facultativa dois dos mecanismos que haviam sido incluídos na proposta apresentada pela Comissão Europeia em 2002, relacionadas com a limitação das medidas defensivas e que neutralizam determinadas restrições em matéria de transmissão de ações e de direito de voto durante um período de oferta, e que haviam sido recebidos com certo ceticismo pelos Estados-Membros. Assim, com a Diretiva das OPAs, os Estados-Membros passaram a ter a possibilidade de optar por não aplicar uma ou ambas as regras. Estas regras passaram a ser conhecidas como a *board neutrality rule*³⁸ (regra da não frustração) e *breakthrough rule*³⁹.

Além disso, existem outras disposições importantes estabelecidas na Diretiva das OPAs que foram alvo de diversas divergências entre os Estados-Membros, dificultando a harmonização do regime das OPAs no espaço comunitário, nomeadamente a regra da

³⁸ A *board neutrality rule* está estabelecida no artigo 9.º da Diretiva das OPAs. O seu objetivo consiste em suprimir a oposição dos membros do conselho de administração às aquisições hostis, estabelecendo que, durante o período da oferta, o conselho de administração deve obter a aprovação dos acionistas antes de adotar medidas defensivas. Em particular, a Diretiva das OPAs estabelece que “o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia geral de acionistas para o efeito antes de empreender qualquer ação suscetível de conduzir à frustração da oferta, excetuando a procura de outras ofertas e, nomeadamente, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários suscetível de impedir de forma duradoura que o oferente assuma o controlo da sociedade visada”. Adicionalmente, a assembleia geral deve validar ou aprovar qualquer decisão que não faça parte das atividades habituais da sociedade e que possa resultar na frustração da oferta. ZWECKER, Andrew, *The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation But Still No Harmonization Among Member States on Acceptable Takeover Defenses*, *Tulane Journal of International and Comparative Law* 21, n.º 1, 2012, pp. 242-243.

³⁹ O artigo 11.º da Diretiva das OPAs contém disposições destinadas a “ultrapassar” cláusulas específicas dos estados de uma sociedade visada, tais como acordos sobre transmissão de valores mobiliários e de direito de voto celebrados entre a sociedade e os acionistas (ou entre acionistas), que poderiam ter o efeito de impedir os acionistas da sociedade visada de transmitirem as suas ações. A adoção integral desse regime resulta na ineficácia de medidas restritivas à transferência de ações, ao exercício do direito de voto e à implementação de ações de mais de uma categoria, conhecidas como “*dual-class shares*”, frequentemente empregadas como mecanismos de defesa contra aquisições hostis. ALVES, Carlos F. O efeito da Família Jurídica na Transposição da Diretiva das Ofertas Públicas de Aquisição, CEMPRE, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, n.º 27, 2008, p. 45. Disponível em https://impactum-journals.uc.pt/notaseconomicas/article/view/2183-203X_27_3. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

oferta obrigatória⁴⁰ prevista no artigo 5º e a regra da reciprocidade⁴¹, prevista no seu artigo 12.º.

A título de conclusão, embora inicialmente a intenção do Parlamento Europeu e do Conselho fosse criar uma regulamentação base para os Estados-Membro no âmbito da matéria das ofertas públicas de aquisição, a Diretiva das OPAs limitou-se apenas a fixar os requisitos a seguir pelos Estados-Membros, deixando a descrição dos mesmos a aplicação dos diversos requisitos estabelecidos no referido regulamento⁴².

1.2.4. A OPA em Portugal

Em Portugal, as OPAs foram mencionadas pela primeira vez na legislação nacional nos Decretos-Leis n.º 371/78, de 30 de novembro, e n.º 429/83, de 13 de dezembro. Essas normas estipulavam que as OPAs para compra, venda ou troca de valores mobiliários só poderiam ser realizadas com o aval dos Ministérios das Finanças e do Plano. Nesse contexto, a regulamentação inicial focava principalmente no controlo governamental dessas operações, sem abordar de forma detalhada os direitos dos acionistas ou os procedimentos específicos das OPAs.

⁴⁰ O artigo 5.º da Diretiva das OPAs consagrou a figura da OPA obrigatória que exige que os oferentes que tenham adquirido o controlo de uma sociedade “façam uma oferta a todos os detentores de valores mobiliários dessa sociedade para a totalidade das suas participações a um preço equitativo”. Os Estados-Membros podem determinar a percentagem mínima que constitui o controlo de uma sociedade e que desencadeia a oferta obrigatória. O preço equitativo, que o artigo 5º define como “o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente” a quaisquer outros acionistas que tenham dado o seu consentimento durante um determinado período de tempo, é igualmente determinado pelos Estados-Membros. ZWECKER, Andrew, *The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation But Still No Harmonization Among Member States on Acceptable Takeover Defenses*, *Tulane Journal of International and Comparative Law* 21, n.º 1, 2012, p. 244.

⁴¹ O princípio da reciprocidade estabelecido no artigo 12.º da Diretiva das OPAs determina que, considerando a natureza facultativa da *board neutrality rule* e da *breakthrough rule*, os Estados-Membros que optarem por não incorporar essas disposições no direito interno devem conceder às sociedades sediadas em seus territórios a possibilidade de optar pela aplicação dessas regras. Tal escolha, no entanto, deve ser reversível, permitindo às sociedades reavaliar a adoção desses mecanismos. Neste sentido, se uma sociedade oferente constituída na União Europeia, mas não sujeita à regra de não frustração ou à *breakthrough rule*, efetuar uma tentativa de aquisição hostil de uma sociedade sujeita a estas regras, um Estado-Membro pode isentar a sociedade visada situada no seu território das regras aplicáveis. ALVES, Carlos F. O efeito da Família Jurídica na Transposição da Directiva das Ofertas Públicas de Aquisição, CEMPRES, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, n.º 27, 2008, p. 46. Disponível em https://impactum-journals.uc.pt/notaseconomicas/article/view/2183-203X_27_3. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

⁴² BONELL, Ramón, *Manual de Opas, Difusión Jurídica*, Madrid, 2013, p. 155.

Num momento posterior, com a aprovação do CSC, em 1986, contrariamente à maior parte das legislações estrangeiras relativas às OPAs, ainda sem se ter verificado a primeira OPA em Portugal⁴³, o ordenamento português passou a regulamentar a matéria, ainda que de forma muito fragmentada⁴⁴. A intenção do legislador português em antecipar a regulação da figura da OPA foi de evitar a repetição das práticas abusivas ocorridas nos países estrangeiros, nos quais a regulação da OPA surgiu como um remédio contra os referidos abusos.

Em 1991, através do Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de abril, que aprovou o CodMVM, as disposições relativas às OPAs foram sistematizadas num único diploma. O CodMVM revogou expressamente a Portaria n.º 422-A/88, de 4 de julho, que regulamentava as OPAs obrigatórias e aquelas que tivessem por objeto valores cotados oficialmente ou não, numa bolsa de valores.

Adicionalmente, o CodMVM criou a CMVM, autoridade independente de supervisão e regulamentação com competências exclusivas na área mobiliária⁴⁵ e dos agentes que nela atuam.

As OPAs passaram, assim, a estar regulamentadas no Capítulo I do Título IV do CodMVM e em certas disposições do CSC que continuaram a ser aplicáveis às OPAs, complementadas, também, por regulamentos elaborados pela CMVM⁴⁶. Nos termos do

⁴³ A primeira OPA lançada em Portugal ocorreu em 1989, quando as sociedades CIMPOR – Cimentos de Portugal EP, SECIL – Companhia Geral de Cal e Cimento, S.A. e ASLAND, S.A., lançaram a OPA sobre as ações da sociedade AS Betão Liz, com o objetivo de reforçar o domínio da sociedade visada.

⁴⁴ O CSC, instituído pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro, dedicava a secção II, do cap. III, do título IV, sobre as sociedades anónimas, às ofertas públicas de aquisição. Posteriormente, o regime das OPAs veio a ser regulamentado em 1988, pela Portaria n.º 422-A/88, de 4 de julho, Regulamento das Ofertas Públicas de Transações de Valores Mobiliários. A Portaria regulamentava apenas as OPAs obrigatórias e aquelas que, não sendo obrigatórias, tivessem por objeto valores cotados, oficialmente ou não, nas bolsas de valores. Assim, o regime instituído em Portugal logo revelou-se precário. GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, *in* Boletim da Faculdade de Direito, *Stvdia Ivridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 31.

⁴⁵ CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 4.ª edição, Coimbra: Almedina, 2018, p. 301.

⁴⁶ Nos termos do disposto no artigo 584.º do CodMVM, competia à CMVM emitir todas as normas regulamentares necessárias à execução das disposições relativas às OPAs, desenvolvendo, deste modo, os princípios e normas gerais deste diploma através de regras mais minuciosas. VAZ, João Cunha, As OPA na União Europeia Face ao Novo Código dos Valores Mobiliários, Coimbra: Almedina, 2000, p. 148.

artigo 523.º, n.º 2 do CodMVM. “Salvo no que de outro modo se regule neste Capítulo, às ofertas públicas de aquisição referidas no número anterior, são ainda aplicáveis os artigos 306.º a 315.º do Código das Sociedades Comerciais, cabendo, todavia à CMVM, as competências e os poderes que nesses preceitos se atribuem às comissões diretivas das bolsas de valores”.

Posteriormente, e em razão da dificuldade de interpretação dos regimes previstos no CSC e no CodMVM⁴⁷, o Decreto-Lei 261/95, de 3 de outubro, revogou expressamente as disposições do CSC, reunindo, assim, num único diploma as disposições relativas às OPAs e finalmente, acabando com a regulamentação fragmentada desta figura⁴⁸.

Como conclui João Cunha Vaz, à semelhança do que acontece atualmente, havia em Portugal um regime legal específico sobre OPA, supervisionado e fiscalizado por uma entidade reguladora (CMVM), órgão também responsável pela sua regulamentação⁴⁹.

Finalmente, em 1999, o Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, revogou o CodMVM e aprovou o novo CVM. A intenção do legislador português foi de concentrar num único diploma todas as disposições relativas a valores mobiliários e aos mercados de capitais, bem como de simplificar o respetivo regime, adotando princípios gerais e de normas abertas às circunstâncias concretas.

No que diz respeito ao regime das OPAs, o legislador reduziu aproximadamente pela metade o número de disposições, flexibilizando-as para que apenas estabeleçam as linhas gerais que devem ser seguidas. Essa abordagem permite um maior espaço para o desenvolvimento regulamentar pela CMVM, facilitando assim a adaptação à legislação e à realidade do mercado⁵⁰.

⁴⁷ CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 4.ª edição, Coimbra: Almedina, 2018, p. 667.

⁴⁸ VAZ, João Cunha, As OPA na União Europeia Face ao Novo Código dos Valores Mobiliários, Coimbra: Almedina, 2000, p. 146.

⁴⁹ VAZ, João Cunha, As OPA na União Europeia Face ao Novo Código dos Valores Mobiliários, Coimbra: Almedina, 2000, p. 149.

⁵⁰ VAZ, João Cunha, As OPA na União Europeia Face ao Novo Código dos Valores Mobiliários, Coimbra: Almedina, 2000, p. 150.

Após a aprovação final da Diretiva das OPAs, iniciou-se o processo de transposição da referida diretiva para o ordenamento jurídico português - ainda que grande parte das soluções consagradas na Diretiva das OPAs já se encontrassem refletidas no CVM desde 1999. O processo de transposição foi concluído em 2006, com a publicação do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de novembro⁵¹.

O Decreto-Lei n.º 219/2006 trouxe diretrizes fundamentais, como a igualdade no tratamento dos acionistas e a defesa dos interesses dos minoritários. Além disso, reforçou a necessidade de transparência nas informações divulgadas e garantiu que a sociedade alvo de uma oferta sobre seus valores mobiliários não fosse prejudicada nas suas atividades por um tempo maior do que o estritamente necessário.

Adicionalmente, o Decreto-Lei n.º 219/2006 introduziu no ordenamento jurídico português os seguintes aspectos mais relevantes previstos na Diretiva das OPAs, e que representavam lacunas na legislação nacional: (i) regras relativas aos critérios determinantes da competência dos Estados-Membros no caso das ofertas públicas de aquisição transfronteiriças⁵², (ii) a definição dos limiares de controlo que dão lugar ao dever de lançamento de OPA obrigatória⁵³; (iii) parâmetros referentes ao cálculo da compensação oferecida no contexto de uma OPA obrigatória; (iv) as limitações dos poderes do órgão de administração da sociedade visada no decurso da oferta (*neutrality rule*),⁵⁴ (v) as sociedades passaram a poder incluir nos seus estatutos a ineficácia das restrições à transferência de ações ou de outros valores mobiliários decorrentes da aceitação de uma oferta, bem como as restrições ao exercício do direito de voto na

⁵¹ COUTO, Ana Sá, Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA, Cadernos Mercado de Valores Mobiliários, Lisboa: CMVM, n.º 25, 2006, pp. 70-76.

⁵² Artigo 145.º-A do CVM.

⁵³ O legislador português estabeleceu no artigo 187.º do CVM que a ultrapassagem de um terço ou metade dos direitos de voto do capital social de uma sociedade cotada impõe o dever de lançar uma OPA obrigatória, considerando tanto a participação direta, como a prevista no artigo 20.º, n.º 1 do CVM.

⁵⁴ O artigo 182.º do CVM já exigia aprovação da assembleia geral para atos relevantes que alterassem o património da sociedade visada durante uma OPA. Contudo, a aplicação desta regra enfrentava certas dificuldades devido à incompatibilidade entre os prazos da OPA e os prazos de convocatória e realização da assembleia geral. Assim, o Decreto-Lei n.º 219/2006 ajustou esses prazos e ampliou a limitação da atuação dos administradores, passando a prever, também os atos decididos antes do lançamento da oferta, mas que deveriam ser executados durante a OPA, mas permitiu que os administradores procurassem ofertas concorrentes. COUTO, Ana Sá, Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA, Cadernos Mercado de Valores Mobiliários, Lisboa: CMVM, n.º 25, 2006, p. 74.

assembleia geral destinada a decidir sobre medidas defensivas (*breakthrough rule*)⁵⁵; (vi) os direitos de compra e venda potestativa das ações remanescentes após uma OPA; e (vii) questões relativas a ofertas concorrentes, incluindo o direito de qualquer oferente a rever a sua proposta quando surgir uma oferta concorrente⁵⁶.

Finalmente, após anos de duras críticas por parte dos investidores, o CVM foi alterado através da entrada em vigor em 30 de janeiro de 2022, da Lei n.º 99-A/2021. As alterações introduzidas pela referida lei refletiram a necessidade de modernização e alinhamentos com as melhores práticas internacionais e a legislação europeia, em particular no que diz respeito a transparência e proteção dos investidores, por forma a modernizar e reforçar o mercado de capitais português.

No que diz respeito as matérias relacionadas com as OPAs, a Lei n.º 99-A/2021 introduziu mudanças significativas com o objetivo de alinhar o regime português com as normas europeias. Essas alterações visam promover maior harmonização e coerência entre as normas nacionais e europeias, fortalecendo a integração do mercado de capitais português no contexto europeu. A reforma facilita a aplicação uniforme de regras e princípios, aumentando a segurança jurídica para os emissores e investidores, e contribuindo para o desenvolvimento e a competitividade do mercado português.

Em particular, a Lei n.º 99-A/2021 introduziu as seguintes principais alterações ao regime das OPAs: (i) o regime das OPAs passou a ser aplicável apenas a instrumentos representativos de capital; (ii) no que diz respeito às OPAs obrigatórias, a nova regulamentação permite que o investidor com mais de 50% dos direitos de voto da sociedade visada possa comprovar perante a CMVM a inexistência de controlo efetivo sobre a sociedade. Além disso, foi estabelecido que a contrapartida mínima em uma OPA obrigatória deve levar em conta não apenas o maior preço pago pelo oferente nos seis meses que antecedem o anúncio preliminar da OPA, mas também o maior preço que o

⁵⁵ O legislador português optou por não tornar obrigatória, no direito interno, a ineficácia das restrições estatutárias ou contratuais relacionadas com a transferência de valores mobiliários, direitos de voto, direitos especiais de nomeação ou destituição de administradores e direitos de voto múltiplos, conforme previsto no artigo 11.º da Diretiva das OPAs.

⁵⁶ No regime anterior, esta norma era aplicável apenas ao oferente inicial.

oferente tenha se comprometido a pagar⁵⁷; (iii) em relação ao regime das OPAs concorrentes⁵⁸, estas passaram a estar sujeitas ao cumprimento de apenas três requisitos⁵⁹ e o seu lançamento poderá ser realizado até ao término do quinto dia útil anterior à data final da OPA registada junto da CMVM; (iv) o regime aplicável às transações de valores mobiliários no contexto de uma OPA foi significativamente simplificado⁶⁰. Passou a ser necessária apenas a autorização prévia da CMVM para a realização dessas operações. Além disso, caso sejam feitas aquisições a um preço superior durante esse processo, torna-se obrigatório o ajuste para aumentar a contrapartida oferecida na OPA; (v) o regime da OPA potestativa passou por uma simplificação, com a eliminação de requisitos adicionais que não constavam na Diretiva das OPAs. Agora, para que o oferente possa utilizar o regime da OPA potestativa, é suficiente que ele detenha 90% dos direitos de voto vinculados ao capital social.; e (vi) em relação ao relatório da sociedade visada sobre a oportunidade e as condições da OPA, foi estabelecida a obrigatoriedade de divulgar o voto de cada membro do conselho de administração da sociedade visada quanto ao relatório e às condições da oferta. Além disso, o relatório deve incluir uma declaração indicando se há ou não situações de conflito de interesses entre os administradores e os destinatários da OPA.

Conclui-se, desta forma, que a figura das OPAs em Portugal é caracterizada pelo contínuo aperfeiçoamento e tentativa de aproximação com os demais ordenamentos jurídicos europeus. As mudanças legislativas implementadas nas últimas duas décadas representam

⁵⁷ Deverá ser comprovado junto da CMVM que não há exercício de influência dominante sobre a sociedade visada, a fim de demonstrar que a simples titularidade ou atribuição de direitos de voto não confere, por si só, o controlo efetivo sobre a sociedade. NEVES, Rui de Oliveira, PINTO, Priscila Macedo, Revisão e Simplificação do Regime das OPA, *in* Revisão do Código dos Valores Mobiliários – Um Roteiro, Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados, 2022, p. 30. Disponível em https://www.mlgs.pt/xms/files/site_2018/Newsletters/2022/Revisao_do_Codigo_dos_Valores_Mobiliarios_-_um_roteiro.pdf. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

⁵⁸ Para um estudo aprofundado sobre o novo regime aplicável às OPAs concorrentes, PEREIRA, Jorge Brito, A OPA concorrente após a revisão do Código dos Valores Mobiliários. Disponível em <https://rdfmc.com/wp-content/uploads/2024/01/1-Jorge-Brito-Pereira-1.pdf>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

⁵⁹ A OPA concorrente deve cumprir os seguintes requisitos: (i) aumentar a contrapartida em pelo menos 2%; (ii) cobrir uma quantidade de valores mobiliários igual ou superior à oferta inicial; e (iii) apresentar uma condição de sucesso que seja igual ou menos exigente do que a da OPA original.

⁶⁰ Eliminou-se a obrigatoriedade de emissão de parecer prévio pela sociedade visada a cada pedido para negociação de valores mobiliários.

significativos progressos que podem promover um maior dinamismo na consolidação de sociedades cotadas. Essas reformas favorecem um tratamento mais equitativo entre os participantes do mercado, fortalecendo a competitividade e criando um ambiente mais atrativo para investidores que buscam adquirir o controlo sobre sociedades no mercado de capitais nacional.

1.3. As *hostile takeovers*

Finalmente concluída a análise sobre a origem da OPA e o seu surgimento no ordenamento jurídico português, passamos a analisar o conceito de *hostile takeover* ou OPA hostil, uma vez que serão estas as OPAs objeto de análise neste trabalho.

Existem diversas formas de classificar as OPA⁶¹. No entanto, neste trabalho iremos analisar apenas o critério de distinção relacionado com a posição dos dirigentes ou do grupo de controlo da sociedade visada. Neste caso as OPA classificam-se em OPAs hostis⁶² e OPAs amigáveis.

As OPAs amigáveis são aquelas que são realizadas após um acordo prévio entre o oferente e os órgãos de administração ou os acionistas controladores da sociedade visada. Desta forma, o oferente tem a garantia de um resultado positivo da OPA antes mesmo de submeter a oferta à CMVM.

No entanto, se a OPA “surpreender”⁶³ as pessoas que detêm o controlo da sociedade visada, ou se não for alcançado um acordo prévio com elas, estaremos perante uma OPA hostil, em que o oferente procurará adquirir as ações dos acionistas minoritários, tentando convencê-los através de uma proposta de preço superior ao valor de mercado das ações.

⁶¹ GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, *in* Boletim da Faculdade de Direito, *Stvdia Ivridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, pp. 63 e ss.

⁶² Augusto Teixeira Garcia utiliza a terminologia “OPA contestada” e “OPA não contestada” para caracterizar as OPAs de acordo com a posição dos administradores ou do grupo de domínio. GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, *in* Boletim da Faculdade de Direito, *Stvdia Ivridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 83.

⁶³ BONELL, Ramón, *Manual de Opas, Difusión Jurídica*, Madrid, 2013, p. 65.

Portanto, a aquisição de controlo de uma sociedade (*takeover*) diz-se hostil quando seja realizada sem o acordo ou contra a vontade da administração ou do grupo de domínio da sociedade visada⁶⁴. É, portanto, uma categoria de OPA marcada por um evidente conflito entre os administradores e o ofertante, já que o objetivo deste último é obter o controlo da sociedade sem depender da aprovação da administração.

Trata-se, portanto, de hostilidade em face dos titulares do órgão de administração da sociedade visada (que é normalmente composto pelo grupo de controlo da sociedade), e não em relação aos acionistas titulares das ações objeto da oferta. Como explica Menezes Cordeiro, “uma OPA, quando lançada, é dirigida aos acionistas daquela sociedade, traduzindo-se numa proposta atraente. Já na perspectiva da administração da sociedade visada, aí sim, poder-se-á esta sentir atingida, dado que o sucesso da oferta resultará, em princípio na sua substituição”⁶⁵.

Em suma, a definição de OPA hostil contrapõe-se com a definição de OPA amigável, *i.e.*, quando há concordância por parte do conselho de administração da sociedade visada. Na OPA hostil a oferta deve sempre ser atrativa para os acionistas da sociedade visada (destinatários da oferta) de modo a garantir o seu sucesso, embora constitua uma ameaça para aquela administração. Ou seja, numa OPA hostil o que está em causa é a transferência de controlo da sociedade visada, sem a existência do acordo da administração daquela sociedade⁶⁶.

Por fim, cumpre destacar que numa OPA hostil há um claro conflito entre os interesses dos acionistas e os membros do órgão de administração. Os acionistas, em busca de maximizar os seus retornos financeiros, veem na oferta a oportunidade de obter mais-valias, enquanto os membros do órgão de administração, preocupados com a preservação dos seus cargos, tendem a adotar uma postura defensiva para evitar mudanças que possam

⁶⁴ CORDEIRO, António Menezes, A OPA Estatutária Como Defesa Contra Tomadas Hostis, *in* Revista da Ordem dos Advogados, Ano 58, Vol. I, Lisboa, 1998, p. 133.

⁶⁵ CORDEIRO, António Menezes, Da Tomada de Sociedades (*Takeover*): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa, *in* Revista da Ordem dos Advogados, Ano 54, Vol. III, Lisboa, 1994, p. 767.

⁶⁶ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 101.

comprometer a sua permanência na sociedade. Esse antagonismo de interesses pode resultar na adoção de medidas por parte da administração que não necessariamente correspondem ao melhor interesse dos acionistas, mas sim à proteção dos seus próprios postos⁶⁷.

1.4. As sociedades cotadas

De forma a concluir este Capítulo de enquadramento da figura das OPAs, é essencial fazer referência às sociedades alvo de uma OPA, uma vez que é o regime aplicável a estas sociedades que define a atuação do conselho de administração da sociedade visada no curso da OPA.

Como vimos acima, a Lei n.º 99-A/2021 introduziu diversas alterações ao regime das OPAs. Para além destas alterações, a Lei n.º 99-A/2021 trouxe um importante avanço para o mercado de capitais português através da eliminação do conceito de “sociedade aberta ao investimento público”⁶⁸.

O conceito de “sociedade aberta”, conforme estabelecido na legislação portuguesa, foi introduzido em 1999 com a aprovação do Código dos Valores Mobiliários. Desde sua implementação, o conceito recebeu diversas críticas tanto por parte da doutrina portuguesa quanto do mercado, principalmente por não existir em outros sistemas

⁶⁷ FRAGOSO, Luís, A OPA Inibitória e a Limitação de Poderes da Sociedade Visada – O art. 182.º do CVM, *in* Verbo Jurídico, 2005, p. 12.

⁶⁸ VIÇOSO, Magda; ROSA, Marta Pereira, *Supressão da figura de “sociedade aberta” – principais impactos da perspectiva dos emitentes, dos investidores e dos newcomers*, Revisão do Código dos Valores Mobiliários – Um Roteiro, Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados, 2022, pp. 8-12.

jurídicos europeus⁶⁹, que utilizam apenas o termo “sociedade cotada” em vez de “sociedade aberta”⁷⁰.

O artigo 13.º, n.º1 do CVM definia como sociedades abertas: (i) a sociedade que se tenha constituído através de oferta pública de subscrição dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal; (ii) a sociedade emitente de ações ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou à aquisição de ações que tenham sido objeto de oferta pública de subscrição dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal; (iii) a sociedade emitente 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 situado ou a funcionar em Portugal – conhecidas como “sociedades cotadas”⁷¹; (iv) a sociedade emitente 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 residente ou estabelecimento em Portugal; e (v) a sociedade resultante de cisão de uma sociedade aberta ou que incorpore, por fusão, a totalidade ou parte do seu património”.

Resumidamente, eram consideradas “sociedades abertas” as sociedades cujo capital estava aberto ao investimento público, com origem essencialmente de uma das seguintes operações⁷²: (i) oferta pública (de subscrição, venda ou troca) de valores mobiliários

⁶⁹ As “sociedades abertas” abarcavam um grupo mais amplo do que o definido pelo direito europeu como “sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”. Algumas sociedades consideradas “abertas” pelo direito mobiliário português não eram assim classificadas pelo direito europeu. Como resultado, essas sociedades estavam sujeitas a requisitos adicionais em comparação com as normas europeias, o que levou muitas a optarem pela perda do estatuto de “sociedade aberta” para poderem utilizar o mecanismo de aquisição potestativa, destinado às “sociedades fechadas”, ou seja, aquelas cujo capital não era acessível ao público. PINTO, Rita Oliveira, A Extinção do Estatuto da Sociedade Aberta *in* Caderno do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários, Coordenação CMVM, Coimbra: Almedina, 2021, pp. 275-276.

⁷⁰ GOMES, José Ferreira, GONÇALVES, Diogo Costa, Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas, Vol. I, Lisboa: AAFDL, 2018, pp. 13-15 e 37-38; CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 4.ª edição, Coimbra: Almedina, 2018, pp. 607-610.

⁷¹ Sociedades cotadas são sociedades com ações admitidas a negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal. GOMES, José Ferreira, GONÇALVES, Diogo Costa, Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas, Vol. I, Lisboa: AAFDL, 2018, p. 31.

⁷² GOMES, José Ferreira, GONÇALVES, Diogo Costa, Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas, Vol. I, Lisboa: AAFDL, 2018, p. 26.

representativos do capital social; ou (ii) admissão dos mesmos valores mobiliários à negociação em mercado regulamentado.

No ordenamento jurídico português, havia uma sobreposição entre os conceitos de sociedade aberta e sociedade cotada, o que resultava em diversas dificuldades tanto na transposição de diretivas quanto na execução de regulamentos comunitários. Essa duplicidade gerava complicações na aplicação prática e impunha exigências adicionais de caráter exclusivamente nacional, para além das previstas na legislação europeia.

Esta figura gerou incertezas entre os agentes económicos, especialmente quanto aos critérios de qualificação, à abrangência do regime e aos requisitos para a perda do estatuto de sociedade aberta. Reconhecendo as dificuldades criadas pela aplicação dessa figura no mercado português, a Lei n.º 99-A/2021 eliminou a designação de “sociedade aberta”, permitindo que os intervenientes do mercado operassem num quadro regulatório mais alinhado com os seus concorrentes europeus.

Dessa forma, o termo “sociedade aberta” foi substituído pela designação “emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”. Essa mudança facilitou o acesso das sociedades ao mercado, permitindo a emissão de instrumentos de capital e/ou a admissão em mercados não regulamentados, ampliando as possibilidades de participação no mercado de capitais.

Esta inovação tem particular relevância no regime das ofertas públicas de aquisição, uma vez que diversas sociedades consideradas “abertas” estavam sujeitas ao regime aplicável às OPAs, em particular, no dever de lançamento de OPA (OPA obrigatória), bem como no regime da aquisição tendente ao domínio total, e sujeitava estas sociedades a uma rigorosa supervisão da CMVM.

Assim, através da eliminação da figura da sociedade aberta, as regras até então aplicáveis a sociedades abertas passaram a ser aplicadas apenas às sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, ou seja, as sociedades cotadas.

Apenas as sociedades cotadas podem, portanto, ser alvo de uma OPA, razão pela qual iremos analisar brevemente os aspectos essenciais do respetivo regime jurídico específico e mais exigente aplicável a estas sociedades.

As sociedades cotadas caracterizam-se pela sua estrutura acionista bastante dispersa⁷³, o que implica necessariamente na existência de diversos interesses conflitantes, nomeadamente no curso da OPA, entre acionistas e acionistas e administradores, e que devem ser regulados.

Como explica Amadeu José Ferreira, as sociedades cotadas são, “em regra, grandes organizações de massas em que se colocam muitos dos problemas específicos destas organizações, em particular o problema do poder. Para além do regime geral do CSC é-lhes aplicável um regime especial, muito mais exigente, em atenção aos interesses gerais/públicos que estão em causa”⁷⁴.

Em consequência da qualificação⁷⁵ como sociedade cotada, as sociedades passam a estar sujeitas a uma rigorosa supervisão da CMVM, bem como a um conjunto de deveres de comunicação, igualdade de tratamento, transparência e divulgação com a finalidade de proteger o investidor, e, em geral, o mercado de valores mobiliários.

Dessa forma, a administração de uma sociedade cotada deve seguir regras e condutas específicas, respeitando, em particular, dois princípios fundamentais: o princípio da igualdade e o princípio da transparência. Esses princípios são essenciais para garantir uma gestão justa e transparente perante todos os acionistas e o mercado.

⁷³ O fato de o capital social destas sociedades ser disperso pelo público intensifica os problemas de agência, uma vez que é possível que uma minoria de sócios alcance o domínio sobre a sociedade. OLIVEIRA, Madalena Perestrelo, Direito de Voto nas Sociedades Cotadas: da Admissibilidade de Categorias de Ações com Direito de Voto Plural às *L-shares*, in Revista de Direito das Sociedades, Ano VII, n.º 2, Coimbra: Almedina, 2015, p. 447.

⁷⁴ FERREIRA, Amadeu José, Direito dos Valores Mobiliários, Lisboa: AAFDL, 1997, p. 95.

⁷⁵ Sobre o regime aplicável às sociedades cotadas, GOMES, José Ferreira, GONÇALVES, Diogo Costa, Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas, Vol. I, Lisboa: AAFDL, 2018.

O princípio da igualdade⁷⁶ definido no artigo 15.º do CVM, obriga a administração de uma sociedade cotada a tratar de forma igual⁷⁷ os detentores de valores mobiliários de uma mesma categoria. Este princípio determina, também que, durante uma OPA a administração da sociedade deve garantir tratamento igual a todos os oferentes, sem favorecer um em detrimento de outro, especialmente no que diz respeito ao acesso a informações sobre a sociedade⁷⁸.

Por sua vez, o princípio da transparência⁷⁹ impõe aos membros da administração o dever de não esconderem informações relevantes dos acionistas e do mercado, supervisionado pela CMVM. Caso não cumpram essa obrigação, os administradores podem enfrentar sanções, conforme previsto o artigo 390.º do CVM. Assim, é necessário garantir clareza na atuação dos administradores.

Estes princípios são essenciais para a atuação dos membros do conselho de administração no caso de uma OPA, em particular no caso de uma OPA hostil, caso em que os membros da administração encontrar-se-ão em situação que configura um conflito de interesses, razão pela qual, como veremos a seguir, o legislador pretendeu limitar os poderes da administração no curso da OPA.

⁷⁶ O princípio da igualdade, é, como explica Paulo Olavo Cunha, um princípio fundamental do Direito Societário atual. O fundamento deste princípio é assegurar que, em condições idênticas, os sócios recebam um tratamento equitativo, respeitando a proporcionalidade da sua participação no capital social da sociedade. CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª edição, Coimbra: Almedina, 2019, p. 120

⁷⁷ Sobre o princípio da igualdade de tratamento, MENEZES, Maria Cristina Vital Brasil Bogado Teles, *Governo das Sociedades: As Sociedades Abertas como Paradigma do Regime*. Abordagem à Luz do Direito Português e do Direito Brasileiro, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2010, pp. 56-59.

⁷⁸ GARCIA, Augusto Teixeira, *OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico*, in *Boletim da Faculdade de Direito, *Studia Iuridica** 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 238.

⁷⁹ MENEZES, Maria Cristina Vital Brasil Bogado Teles, *Governo das Sociedades: As Sociedades Abertas como Paradigma do Regime*. Abordagem à Luz do Direito Português e do Direito Brasileiro, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2010, pp. 50-56.

2. A ATUAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NO DECURSO DA OPA

2.1. *Corporate governance*

Com a expansão das grandes corporações no início do século XX⁸⁰, surgiu uma crescente separação entre os proprietários (acionistas) e os administradores (executivos). Os acionistas, muitas vezes dispersos e sem controlo direto, passaram a confiar a gestão das empresas aos executivos, o que criou um potencial conflito de interesses entre ambos.

Com a separação entre administração e acionistas, tornou-se necessário estabelecer regras e princípios para controlar a atuação dos administradores, reduzindo os conflitos entre eles e os acionistas, bem como os custos resultantes do desalinhamento de interesses (mais conhecidos como custos de agência⁸¹). Esse cenário levou à criação do sistema de *corporate governance*, que pode ser entendido como um conjunto de normas que os administradores de uma sociedade anónima devem seguir. O objetivo é garantir transparência na gestão, responsabilizar os membros da administração e refletir as diferentes posições dos acionistas⁸².

Em síntese, a governação societária constitui mecanismos de controlo, internos e externos, que buscam alinhar os interesses de gestores e acionistas⁸³, sendo essencial para a eficiência da gestão e a proteção dos interesses dos acionistas e da própria sociedade⁸⁴.

⁸⁰ Cumpre destacar que a regulamentação da governação societária começou a merecer atenção nos anos 70 por parte da SEC, com o início da elaboração dos *Principles of Corporate Governance*, os quais não tinham, e ainda não têm, força de lei e funcionavam como *guidelines* nesta matéria.

⁸¹ Os custos de agência, também conhecidos como *agency costs*, surgem das relações, ou da ausência delas, particularmente no que se refere à supervisão, entre os acionistas e os administradores. Esses custos manifestam-se quando os administradores, ao exercerem o controlo efetivo da sociedade sem a devida fiscalização por parte dos acionistas, podem ser incentivados a gerir a sociedade em benefício próprio. Nestes casos, os administradores podem permanecer nos seus cargos mesmo quando a administração da sociedade se revela ineficiente. ABREU, Jorge Manuel Coutinho, *Governação das Sociedades Comerciais*, Coimbra: Almedina, 2006, p. 13.

⁸² CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª edição, Coimbra: Almedina, 2019, p. 505.

⁸³ VAZ, João Cunha, *A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração*, Coimbra: Almedina, 2013, p. 24.

⁸⁴ O Autor Jorge Rodrigues defende que a governação das sociedades tem três finalidades essenciais: 1) estimular o desempenho económico ao incrementar um sistema de incentivos par os gestores maximizarem o valor da empresa; 2) limitar os abusos de poder dos gestores; e 3) Vigiar o comportamento dos gestores

Cumpra destacar que o *corporate governance* envolve a adoção de mecanismos que garantam que as decisões da administração estejam alinhadas com os interesses da sociedade e dos seus acionistas⁸⁵. Este sistema possui uma dupla vertente: interna e externa. A vertente interna refere-se ao conjunto de normas que estruturam a organização interna da sociedade, assegurando o cumprimento dos seus objetivos estratégicos. Por outro lado, a vertente externa diz respeito à avaliação do desempenho da sociedade no mercado, sendo crucial o papel dos investidores institucionais nesse processo, uma vez que sua atuação pode influenciar diretamente o comportamento e as decisões da administração.

O sistema de *governance* é composto por uma série de normas que se enquadram na categoria da *soft law*⁸⁶, ou seja, são diretrizes que as sociedades optam por seguir de forma voluntária. Essas regras não são obrigatórias, mas as sociedades escolhem adotá-las para sinalizar ao mercado que estão comprometidas com boas práticas de governança. Ao fazê-lo, esperam ganhar reconhecimento e credibilidade entre investidores e outras partes interessadas, fortalecendo assim sua posição no mercado.

Em Portugal, o movimento de *corporate governance* surgiu no final do séc. XX, em 1999, através da aprovação pela CMVM de recomendações sobre o governo das sociedades. Mais recentemente a CMVM, divulgou as Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades, relativamente às regras de conduta que deveriam ser observadas pelos membros do conselho de administração das sociedades cotadas⁸⁷.

A regulação das OPAs desempenha um papel importante no *corporate governance*, uma vez que estabelece diretrizes e ferramentas que buscam reduzir os conflitos de interesse

contra os seus abusos e proteger os interesses dos acionistas e da sociedade. RODRIGUES, Jorge, *Corporate Governance: Uma Introdução*, Edições Pedagogo, 2008, pp. 33 e ss.

⁸⁵ MÜLBERT, Peter O., *Corporate Governance of Banks*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. X, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 505.

⁸⁶ Como explica Paulo Câmara, “*soft law* é o conjunto de regras que, constituindo modelos de adoção aconselhada, não são impostos aos agentes económicos a que se destinam, ficando a respetiva observância ao seu critério”. CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª edição, Coimbra: Almedina, 2018, p. 507.

⁸⁷ Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades (2013). Disponível em <https://www.cmvm.pt>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

entre administradores e acionistas, bem como minimizar os custos decorrentes desses conflitos. Além disso, essa regulamentação visa aumentar a proteção dos acionistas, garantindo que seus direitos e interesses sejam devidamente salvaguardados durante o processo de aquisição.

Quando uma OPA é lançada, especialmente uma hostil, surge um claro conflito de interesses entre os acionistas, que desejam maximizar o seu lucro e obter todas as informações relevantes sobre a oferta, e os administradores, cujo interesse principal é a preservação dos seus cargos. Caso a OPA tenha sucesso, é provável que os membros da administração sejam substituídos, o que gera um desalinhamento entre as motivações de ambas as partes. Por um lado, os acionistas têm a vantagem de potencialmente realizar uma mais-valia significativa. Por outro, os administradores, que podem temer pela perda dos seus cargos, podem tomar decisões que dificultem a o sucesso da oferta, limitando o acesso à informação ou adotando estratégias defensivas, o que pode prejudicar a transparência do processo.

Assim, durante o período da oferta, torna-se necessário proteger os interesses dos acionistas, bem como os interesses do oferente, uma vez que durante este período os administradores da sociedade podem tentar utilizar todos os mecanismos à sua disposição no sentido de frustrar a OPA. Deve, portanto, uma entidade reguladora e o legislador intervir para assegurar que a administração salve os interesses dos acionistas e não os seus próprios interesses.

Nesse contexto, o regime das OPAs surge como um importante elemento de *corporate governance*⁸⁸, uma vez que estabelece normas e mecanismos destinados a mitigar os conflitos e os custos de agência e a aumentar o nível de proteção dos acionistas das sociedades cotadas.

⁸⁸ Com efeito, sendo o regime da OPA parte integrante da governação societária, a evolução da sua regulamentação afeta positivamente o sistema de *corporate governance*. Qualquer alteração positiva à regulamentação da OPA afetará (i) os meios de resolução de conflitos de interesses entre administradores e acionistas e acionistas majoritários e acionistas minoritários, (ii) o nível de proteção dos acionistas; e (iii) o desenvolvimento do mercado de capitais e do mercado de controlo societário e, conseqüentemente, o grau de proteção dos investidores e o desenvolvimento do mercado de aquisições.

O regime das OPAs é relevante nas sociedades com o capital disperso, visto que a existência de diversos pequenos acionistas e a inexistência de um acionista maioritário, prejudica o controlo destes sobre a gestão do conselho de administração e, conseqüentemente, o controlo sobre a performance dos administradores. Isto ocorre pela falta de informação e dos meios para que os acionistas minoritários possam exercer controlo sobre a administração das respetivas sociedades. Desta forma, nas sociedades com o capital disperso, devem existir outros meios para disciplinar a administração, em particular, os acionistas podem confiar na vigilância externa exercida pelo mercado do controlo societário⁸⁹ através do mecanismo das OPAs⁹⁰.

Nas sociedades com o capital concentrado, surgem conflitos de interesses entre os acionistas maioritários, que controlam a administração, e os acionistas minoritários, que carecem de informações detalhadas sobre as operações da empresa. Esse desequilíbrio coloca os minoritários em desvantagem, sujeitos às decisões dos controladores. Quando a administração detém amplos poderes durante uma oferta pública de aquisição OPA, ela pode ser incentivada a adotar medidas que impeçam o sucesso da oferta, agravando os conflitos e mantendo o poder concentrado nas mãos dos maioritários. No entanto, ao restringir esses poderes e envolver mais os acionistas na avaliação da oferta, os direitos dos minoritários são mais bem protegidos, garantindo que as decisões favoreçam de forma mais equitativa todos os investidores, e não apenas os controladores. Isso promove um ambiente de maior transparência e justiça durante o processo da OPA.

Em sociedades com uma estrutura acionista concentrada, conceder à administração poderes amplos durante uma oferta pública de aquisição pode levar à adoção de medidas defensivas que frustrem a oferta, agravando os custos de agência e perpetuando o controlo acionista nas mãos de poucos. Por outro lado, ao limitar os poderes da administração e conferir maior poder de decisão aos acionistas na análise da oferta, protege-se melhor os interesses dos acionistas minoritários. Dessa forma, reduz-se a possibilidade de a

⁸⁹ Face à ausência de um acionista maioritário que exerça o controlo sobre a administração da sociedade, outros meios são necessários para disciplinar a administração.

⁹⁰ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 103.

administração agir exclusivamente em benefício dos acionistas majoritários, promovendo uma maior equidade no processo decisório.

É neste contexto que surge a regra da não frustração (*non-frustration rule*), que, como analisaremos a seguir, limita os poderes da administração da sociedade visada na pendência da oferta, de forma a estimular a atividade das OPAs e de regular o conflito de agência existente⁹¹.

2.2. Poderes e Deveres dos administradores

Antes de iniciarmos o estudo da limitação dos poderes dos membros do órgão de administração do decurso da OPA, é importante realizar uma breve análise sobre os poderes e deveres dos administradores no curso normal dos negócios, bem como na pendência de uma OPA.

Nos termos do artigo 405.º do CSC, o conselho de administração das sociedades anónimas é o responsável tanto pela gestão das atividades da sociedade como pela sua representação perante terceiros⁹². No entanto, deve respeitar as deliberações dos acionistas ou intervenções do conselho fiscal e da comissão de auditoria apenas nos casos em que a lei ou o contrato social assim o exijam.

Os poderes de gestão, detalhados no artigo 406.º do CSC, são apresentados a título exemplificativo, sendo que o conselho de administração pode decidir sobre qualquer matéria que envolva a gestão da sociedade. Estes poderes incluem decisões estratégicas e operacionais, tais como a administração do património social, celebração de contratos, prestação de garantias, alienação de bens móveis, alterações de sede, aumento de capital, e projetos de fusão, cisão ou transformação da sociedade, conforme previsto no contrato de sociedade.

⁹¹ Ou seja, quando os interesses da sociedade e dos seus administradores não coincidem, conflituando entre si.

⁹² De acordo com o artigo 408.º do CSC, os poderes de representação do conselho de administração são exercidos em conjunto pelos administradores. A sociedade é vinculada por contratos e negócios jurídicos realizados pela maioria dos administradores, ou por um número inferior que tenha sido determinado nos estatutos.

É importante destacar que, segundo o artigo 373.º, n.º 3 do CSC, os acionistas podem deliberar sobre matérias de gestão, mas apenas quando solicitados pelos administradores. Isso reforça a competência exclusiva do conselho de administração em questões de gestão, limitando, assim, a interferência da assembleia geral⁹³.

Contudo, no contexto de uma OPA, os poderes do conselho de administração sofrem limitações. De acordo com o artigo 182.º do CVM, os atos que não se enquadrem na gestão corrente da sociedade e que possam impactar significativamente a sua situação patrimonial ou os objetivos do oferente estão proibidos durante o período da OPA, salvo se autorizados pelos acionistas em assembleia geral convocada especificamente para esse fim (art. 182.º, n.º 3 do CVM).

Portanto, no dia a dia, cabe ao conselho de administração gerir a sociedade, sendo que os acionistas não podem intervir em questões de gestão, a menos que solicitados. No contexto de uma OPA, contudo, a administração vê os seus poderes limitados, dependendo da aprovação dos acionistas para determinados atos⁹⁴.

Dessa forma, concluímos que os administradores têm o dever de realizar todas as ações indispensáveis ou adequadas para a concretização do objetivo social da sociedade. Devem, ainda, agir de maneira a promover o cumprimento dos interesses da sociedade e dos seus acionistas, assegurando que suas decisões e medidas estejam alinhadas com a busca dos melhores resultados para o desenvolvimento e sucesso da organização.

Este dever de gestão (ou dever de administração) situa-se no centro dos deveres dos administradores. Este dever pode ser subdividido em: (i) deveres específicos, i.e., deveres concretos, que impõem determinados comportamentos aos administradores; e (ii) deveres gerais, ou seja, aqueles de conteúdo indeterminado que funcionam apenas como critérios

⁹³ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, P. 120.

⁹⁴ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 121.

de conduta na gestão empresarial e são impostos aos administradores unicamente em razão da sua aceitação do cargo de administração.

Os deveres específicos dos administradores encontram-se dispersos em diversa legislação comercial, económica, financeira, fiscal e societária. Estes deveres figuram-se num espaço de vinculação absoluta para os administradores, ou seja, os administradores não possuem qualquer liberdade de escolha na aplicação dos mesmos⁹⁵.

Por outro lado, os deveres gerais estão expressamente dispostos no artigo 64.º do CSC, sob a denominação de “deveres fundamentais”. Segundo Coutinho de Abreu, os deveres legais gerais são aqueles que os administradores devem observar no exercício das suas funções e que “não podem ser especificados num elenco legal fechado”, em virtude da diversidade de atos e decisões que os mesmos podem tomar⁹⁶. Passaremos a analisar estes deveres.

2.2.1. Deveres Gerais

No âmbito dos deveres gerais, previstos no artigo 64.º do CSC⁹⁷, os administradores devem observar os deveres de cuidado (*duty of care*) e os deveres de lealdade (*duty of loyalty*).

O dever de cuidado, conforme estabelecido no artigo 64.º, n.º 1, alínea a) do CSC, impõe aos administradores o dever de desempenhar as suas funções com diligência. Isso significa que devem agir de forma a promover os interesses da sociedade, aplicando o

⁹⁵ OLIVEIRA, Nuno Manuel Pinto, Responsabilidade Civil dos Administradores - entre o Direito Civil, Direito das Sociedades e Direito da Insolvência, Coimbra: Coimbra Editora, 2015, p. 27.

⁹⁶ ABREU, Jorge Manuel Coutinho, Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades, IDET, Cadernos n.º 5, Coimbra: Almedina, 2010, p. 14.

⁹⁷ Artigo 64.º do CSC: “1 – Os gerentes ou administradores da sociedade devem observar: a) deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da actividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado; e b) Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.

2 - Os titulares de órgãos sociais com funções de fiscalização devem observar deveres de cuidado, empregando para o efeito elevados padrões de diligência profissional e deveres de lealdade, no interesse da sociedade.”

nível de cuidado que seria esperado de uma pessoa razoavelmente prudente em circunstâncias semelhantes.

Deste modo, o dever de cuidado pode ser traduzido no dever de atuar com disponibilidade, competência técnica e conhecimento da atividade da sociedade, adequado de administrador. Estes critérios subjetivos são avaliados por um padrão de diligência de um gestor criterioso e ordenado⁹⁸.

A doutrina refere como manifestação dos deveres de cuidado⁹⁹ o (i) subdever de controlo ou vigilância da sociedade¹⁰⁰; (ii) o subdever de atuação procedimentalmente correta¹⁰¹; e (iii) o subdever de tomar decisões substancialmente razoáveis¹⁰².

Quanto a este último subdever, cumpre destacar que não há na doutrina uma concretização do que seriam “decisões razoáveis”. No entanto, entendemos que esta concretização não seria possível, dado a discricionariedade decisória concedida aos administradores no âmbito das suas funções, quando são confrontados com situações de incerteza e volatilidade e com as consequentes múltiplas alternativas de decisão.

⁹⁸ LOURENÇO, Nuno Calaim, Os Deveres de Administração e a *Business Judgment Rule*, Coimbra: Almedina, 2011, p. 16.

⁹⁹ Posição adotada por Coutinho de Abreu em ABREU, Jorge Manuel Coutinho, Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades, IDET, Cadernos n.º 5, Coimbra: Almedina, 2010, p. 19.

¹⁰⁰ O dever de controlo ou vigilância da sociedade pode ser traduzido como o dever de controlo e acompanhamento da evolução económico-financeira da sociedade e dos seus trabalhadores, especialmente daqueles que a gerem, informando-se adequadamente da atividade societária.

Assim sendo, podemos afirmar ser este dever constituído por duas vertentes: (i) o dever de vigilância; e (ii) o dever de averiguação. No primeiro, impõe-se ao administrador a obrigação de acompanhar o desenvolvimento da atividade societária, podendo, deste modo, ser necessária a implementação de sistemas de informação de gestão e de controlo interno, capazes de proporcionar a obtenção de informação operacional, legal e financeira sobre o negócio desempenhado pela sociedade. Já o dever de averiguação seria a obrigação de investigar fatos ou situações que possivelmente resultaram de uma atuação incorreta, suscetíveis de gerar um dano à sociedade.

¹⁰¹ Este subdever requer que o administrador tome uma decisão na sequência de um processo apropriado. Os administradores ficam obrigados a recolher toda a informação relevante para a tomada de uma determinada decisão, que permita que esta decisão venha a ser considerada como sendo “razoável”.

¹⁰² Como exemplos da obrigação de atuar em razoabilidade, Coutinho de Abreu defende que o dever de tomar decisões razoáveis implica em, pelo menos, duas obrigações: (i) a obrigação de não delapidar o património da sociedade; e (ii) a obrigação de não incorrer em riscos desmedidos. ABREU, Jorge Manuel Coutinho, Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades, IDET, Cadernos n.º 5, Coimbra: Almedina, 2010, p. 22.

Esta razoabilidade exigida dos administradores depende do tipo de decisão a ser tomada por eles e com o âmbito de discricionariedade aplicável a decisão. Quando a decisão do administrador estiver vinculada ao cumprimento de um dever específico, seja ele decorrente de lei, contrato ou estatutos, não haverá espaço para discricionariedade. Nesse caso, a decisão considerada razoável será aquela imposta pela legislação, contrato ou estatutos aplicáveis¹⁰³.

Por outro lado, se a decisão se encontra dentro da discricionariedade e liberdade concedida aos administradores, a decisão razoável será aquela que melhor satisfizer o interesse da sociedade.

Podemos concluir, portanto, que o dever de cuidado obrigado os membros do órgão de administração a atuarem com base em informações completas, de boa-fé, com a devida diligência e precaução, surgindo como padrão de referência o grau de diligência exigível a um gestor criterioso e ordenado em circunstâncias similares¹⁰⁴.

Já o dever de lealdade (art. 64.º, n.º 1, b) do CSC) impõe aos administradores a obrigação de atender o exclusivo interesse da sociedade, abstendo-se de promover os seus interesses próprios ou alheios. Nesse contexto, a conduta considerada “desleal” refere-se àquela em que o gestor, direta ou indiretamente, promove situações que favorecem os seus próprios interesses, ou os de seu círculo de influência ou familiares, em detrimento dos interesses da sociedade¹⁰⁵. Isso inclui prejudicar ou desconsiderar os direitos dos sócios, trabalhadores e outros envolvidos com a sociedade.

A origem deste dever reside na existência de uma especial relação de fiduciária¹⁰⁶ através da qual se confia aos administradores, a gestão da sociedade (um patrimônio alheio). Com

¹⁰³ LOURENÇO, Nuno Calaim, Os deveres de administração e a *Business Judgment Rule*, Coimbra: Almedina, 2011, p. 21.

¹⁰⁴ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 123.

¹⁰⁵ LOURENÇO, Nuno Calaim, Os deveres de administração e a *Business Judgment Rule*, Coimbra: Almedina, 2011, p. 23.

¹⁰⁶ Vale ressaltar o entendimento de Menezes Cordeiro no sentido de o dever de lealdade ser uma decorrência do princípio da boa-fé previsto no artigo 762.º, n.º 2 do Código Civil. CORDEIRO, António Menezes, Direito das Sociedades I – Parte Geral, 3ª edição, Coimbra: Almedina, 2011, p. 282.

efeito, impende sobre o administrador o dever de ser leal para com a sociedade, uma vez que a sua atuação visa gerir o interesse alheio.

Nesse sentido, Ferreira Gomes conclui que o dever de lealdade impõe sobre os administradores a obrigação de seguir única e exclusivamente o interesse da sociedade, não autorizando nenhum nível de autonomia aos administradores no seu cumprimento¹⁰⁷. Portanto, o dever de lealdade surge em situações de conflito entre o interesse pessoal do administrador (ou de terceiros) e o interesse societário, onde o administrador deve abster-se de promover o seu próprio interesse para prosseguir sempre o interesse da sociedade.

Nesse sentido, fica claro que o dever de lealdade possui duas vertentes, uma positiva, segundo a qual o administrador deverá, no exercício das suas funções, defender o interesse da sociedade (e dos outros sujeitos estabelecidos na redação da alínea b) do n.º 1 do artigo 64.º) e uma vertente negativa, por meio da qual impõe-se a proibição dos administradores atuarem em conflito de interesses¹⁰⁸.

É importante destacar que a lei, ao definir o dever de lealdade, adota uma abordagem bastante genérica. Em razão disso, a doutrina tem se dedicado a desenvolver exemplos concretos de manifestações aceitas desse dever. Assim, foram formulados alguns deveres que se conectam diretamente com o dever de lealdade. Entre eles, defende-se que o administrador: i) deve agir de forma correta ao celebrar contratos com a sociedade; ii) deve abster-se de competir com a sociedade; e iii) não deve se beneficiar de oportunidades de negócio, recursos ou informações privilegiadas obtidas no exercício de suas funções.¹⁰⁹

¹⁰⁷ GOMES, José Ferreira, A Discricionariedade Empresarial, a *Business Judgment Rule* e a Celebração de Contratos de *Swap* (e Outros Derivados), in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira, Vol. II, 2015, p. 77.

¹⁰⁸ ANTUNES, José Engrácia, *Direito das Sociedades*, 2ª edição, Porto, 2011, p. 329.

¹⁰⁹ LOURENÇO, Nuno Calaim, Os deveres de administração e a *Business Judgment Rule*, Coimbra: Almedina, 2011, p. 23.

Assim sendo, pode-se decompor o dever de lealdade em quatro subdeveres: (i) dever de não celebrar certos negócios com a sociedade¹¹⁰; (ii) dever de não concorrência¹¹¹; (iii) dever de não apropriação de informações internas ou oportunidades de negócios da sociedade¹¹²; e (iv) dever de transparência¹¹³.

Portanto, o dever de lealdade implica que os administradores devem agir em prol dos interesses da sociedade, colocando os objetivos a longo prazo dos acionistas em primeiro lugar. Ao mesmo tempo, devem também considerar, de forma secundária, as necessidades de outros grupos essenciais ao bom funcionamento da sociedade, como empregados, credores, fornecedores e clientes. Em síntese, os administradores têm a obrigação de agir exclusivamente em benefício da sociedade e dos seus acionistas, evitando qualquer conflito de interesses com a empresa¹¹⁴.

Nesse sentido, entendemos que perante uma OPA, os administradores da sociedade visada devem priorizar os interesses dos seus acionistas, que são os detentores dos títulos objeto da oferta de aquisição. Os interesses de outros *stakeholders* têm apenas uma

¹¹⁰ Conforme Nuno Lourenço, o artigo 397.º do CSC consagra o dever que impede os administradores de uma sociedade anónima de realizarem negócios com a própria sociedade, sob pena de nulidade. Esse dever também proíbe a concessão de empréstimos, créditos, pagamentos em nome dos administradores, garantias sobre obrigações por eles assumidas, bem como adiantamentos de remunerações superiores a um mês. No entanto, outros negócios, que não sejam expressamente proibidos, podem ser autorizados pelo conselho de administração, desde que o administrador interessado esteja impedido de votar e após parecer positivo do conselho fiscal ou da comissão de auditoria. LOURENÇO, Nuno Calaim, Os deveres de administração e a *Business Judgment Rule*, Coimbra: Almedina, 2011, p. 23; VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 132.

¹¹¹ Os administradores, salvo se autorizados para tal, têm o dever de não realizar atividades que concorram com as da sociedade, seja em benefício próprio ou de terceiros. Além disso, não podem exercer funções em sociedades concorrentes nem atuar em nome ou representação destas, a menos que haja consentimento expresso da assembleia geral (artigos 398.º, n.º 3 e 428.º do CSC). A concorrência abrange qualquer atividade desenvolvida pela sociedade, mesmo que vá além do seu objeto social, incluindo também atividades que a sociedade planeja realizar no futuro. VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 132.

¹¹² Este dever de não apropriação de informações internas tem como base evitar que o administrador utilize em benefício próprio, informações ou oportunidades de negócios que tenha tomado conhecimento no exercício das suas funções, de forma a influenciar o valor de mercado das ações da sociedade (art. 378.º do CVM e 449.º do CSC).

¹¹³ Consiste no dever de manter informados os outros administradores, os acionistas e o público de todos os fatos relevantes (não confidenciais) – artigos 447.º do CSC e 244.ºss do CVM.

¹¹⁴ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 129.

importância secundária em comparação com os dos acionistas, na sua qualidade de destinatários da OPA¹¹⁵.

2.2.2. Deveres específicos no decurso da OPA

Concluída a análise dos deveres gerais dos administradores, passaremos ao estudo sobre os deveres específicos que recaem sobre os membros do órgão de administração no decurso de uma OPA.

A partir do momento em que o órgão de administração é informado sobre a decisão de lançamento de uma OPA, os seus poderes são significativamente restringidos, limitando-se ao cumprimento de um dever de gestão corrente, conforme previsto no artigo 182.º, n.º 1 do CVM. Isto significa que, embora devam continuar a gerir a sociedade, os administradores estão impedidos de tomar decisões fora da gestão corrente, sendo apenas permitida a prática de atos necessários à manutenção das operações normais da sociedade.

Ainda, no decurso da OPA os administradores devem continuar a respeitar o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas. Ou seja, devem tratar todos os acionistas de forma equitativa quando as suas decisões possam afetar diferentes grupos de acionistas, de forma a proteger os acionistas minoritários, devendo para tal divulgar informações completas, verdadeiras e atuais a todos os seus acionistas¹¹⁶.

Neste contexto, os membros do órgão de administração devem observar os deveres de colaboração, que consistem na elaboração e divulgação de um relatório¹¹⁷ sobre a oferta lançada sobre a sociedade (art. 181.º do CVM). O documento deverá respeitar as exigências de completude, veracidade, atualidade, clareza, objetividade e licitude da informação (art. 181.º, n.º 1 do e 7.º do CVM).

¹¹⁵ GUINÉ, Orlando Vogler, Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”, Coimbra: Almedina, 2009, pp. 81-83.

¹¹⁶ GUINÉ, Orlando Vogler, Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”, Coimbra: Almedina, 2009, pp. 133-138.

¹¹⁷ Após a elaboração do relatório, os administradores devem remetê-lo ao oferente e à CMVM, bem como divulgá-lo publicamente.

O relatório deverá conter o parecer fundamentado do órgão de administração 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 da oferta. O relatório deve conter, também a intenção dos administradores que sejam igualmente acionistas e dos votos negativos expressos quanto à aprovação do relatório, para que seja possível aos destinatários fazer um juízo crítico sobre a feitura do relatório.

O relatório tem como finalidade principal munir os acionistas da sociedade visada com uma análise crítica e detalhada sobre as condições e os benefícios da oferta, permitindo-lhes tomar uma decisão informada sobre aceitar ou não a proposta. Adicionalmente, ele cumpre um papel relevante ao expor a visão da administração atual sobre o futuro da sociedade, considerando os objetivos do oferente, para que os acionistas estejam cientes das possíveis mudanças caso optem por manter as suas ações e a OPA seja bem-sucedida¹¹⁸.

Assim, conclui-se que o órgão de administração tem a obrigação de prestar uma avaliação crítica da oferta por meio do relatório, que assume um papel essencial ao guiar a decisão final dos acionistas. Este documento fornece, portanto, informações fundamentais para que os acionistas possam tomar uma decisão informada sobre a OPA.

Por fim, importa destacar que, durante o processo de OPA, o órgão de administração da sociedade visada está sujeito a deveres adicionais de cooperação, conforme estabelecido no artigo 181.º, n.º 5 do CVM. Nesse contexto, a administração deve: (i) reportar diariamente à CMVM as transações efetuadas pelos seus membros relativas a valores mobiliários emitidos pela sociedade visada, ou por pessoas em qualquer das situações estipuladas no artigo 20.º, n.º 1 do CVM - imputação de direitos de voto; (ii) fornecer à CMVM todas as informações que esta solicitar no exercício das suas funções de supervisão; (iii) comunicar aos representantes dos trabalhadores, ou diretamente aos

¹¹⁸ GUINÉ, Orlando Vogler, Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”, Coimbra: Almedina, 2009, p. 117.

próprios na ausência de representantes, o conteúdo dos documentos da oferta e o relatório elaborado pela administração; e (iv) atuar de boa fé, particularmente no que diz respeito à veracidade das informações prestadas e à lealdade nas suas ações¹¹⁹.

Conforme descrito acima, no normal funcionamento de uma sociedade, a administração possui a responsabilidade exclusiva pela sua gestão e representação, com poderes e deveres definidos legalmente. Contudo, no contexto de uma OPA, esses poderes são limitados, e a importância dos deveres é amplificada, dado que os administradores da sociedade visada podem encontrar-se numa situação de potencial grave conflito de interesses.

2.3. Conflitos de interesses numa OPA hostil

Como já mencionado, o lançamento de uma OPA hostil gera inevitavelmente conflitos de interesses entre os acionistas e os membros do órgão de administração. Enquanto os acionistas, como investidores, veem na oferta uma oportunidade de obter lucro ao vender suas ações a um preço acima do valor de mercado, os administradores podem ter motivações diferentes. Embora estejam juridicamente obrigados a defender o interesse social da sociedade, muitas vezes têm interesse em preservar os seus próprios cargos e posições de poder dentro da sociedade. Este confronto de interesses pode levar a decisões que não correspondem necessariamente ao melhor interesse dos acionistas, mas sim à proteção da administração, o que intensifica a complexidade das ofertas hostis.

Diante de uma OPA hostil, os membros do órgão de administração da sociedade visada enfrentam um dilema. Por um lado, podem reconhecer que a oferta é financeiramente atrativa para os acionistas, proporcionando-lhes a oportunidade de vender as suas ações por um valor superior ao de mercado. No entanto, ao mesmo tempo, essa implica uma possível alteração na composição da administração, colocando em risco a continuidade dos seus cargos e influência. Assim, surge um dilema entre aceitar a oferta e agir no melhor interesse dos acionistas, ou adotar medidas defensivas que, embora visem

¹¹⁹ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 138.

proteger a sociedade, podem ser motivadas pelo desejo de salvaguardar as suas próprias posições.

Perante a possibilidade de destituição ou de mudanças substanciais nas suas condições de permanência na sociedade, é irrealista esperar que os membros do órgão de administração ajam com total neutralidade. A ameaça de perderem os seus cargos pode incentivá-los a tomar medidas que vão além da defesa dos interesses da sociedade, levando-os a criar obstáculos artificiais ao êxito da OPA. A adoção de estratégias defensivas, que podem comprometer os objetivos do oferente, muitas vezes reflete uma tentativa de proteger os próprios interesses dos administradores, mesmo que isso vá contra os melhores interesses dos acionistas.

João Cunha Vaz afirma que “a eventualidade do sucesso de uma OPA altera o equilíbrio dos poderes existentes, 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”¹²⁰.

A OPA deve ser entendida como uma oportunidade de negócio que compete aos acionistas avaliar, pois são eles os titulares dos valores mobiliários e os destinatários da oferta. Para que possam tomar uma decisão consciente, é essencial que disponham de informações completas, verdadeiras e objetivas sobre a proposta, sem que a sua análise seja prejudicada por medidas defensivas do órgão de administração. Dessa forma, cabe aos acionistas decidir, de forma livre, se preferem vender os seus valores mobiliários, obtendo um ganho imediato através do prémio de controlo oferecido pelo oferente, ou se optam por manter as suas participações, confiando nas políticas e estratégias do atual órgão de administração, na expectativa de obterem uma valorização mais significativa a longo prazo. A essência deste processo reside em garantir que a escolha dos acionistas

¹²⁰ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 182.

seja baseada exclusivamente nos seus interesses, sem ser comprometida por intervenções que possam frustrar a OPA.

No entanto, ainda que a decisão sobre o mérito da OPA recaia sobre os acionistas, os conflitos de interesses existentes no âmbito da OPA não são eliminados, isso porque poderá existir um forte conflito de interesses entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários. É o caso das sociedades com o capital fortemente concentrado. Neste tipo de sociedades, é muito mais fácil para os majoritários aprovarem em sede de assembleia geral medidas defensivas contra uma OPA hostil. Deste modo, os acionistas minoritários poderão ter os seus interesses prejudicados, uma vez que com a frustração da OPA, deixarão de ter direito os seus direitos ao prémio de controlo e de saída da sociedade¹²¹.

Além dos interesses dos acionistas e dos administradores, é crucial destacar o interesse do oferente em assegurar que não sejam criados obstáculos à oferta que lançou sobre os valores mobiliários da sociedade visada. O oferente espera que, no momento da aquisição, a sociedade mantenha a sua integridade económica e patrimonial, sem estar significativamente alterada em comparação ao estado em que se encontrava quando a oferta foi lançada. Situações como insolvência, endividamento excessivo, ou a alienação de bens importantes poderiam comprometer os objetivos da OPA. Assim, durante o processo, o oferente tem um claro interesse em que os ativos e a situação financeira da sociedade visada se mantenham estáveis para garantir que a aquisição seja realizada conforme planejado.

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. Ainda, tornou-se necessário acautelar em sede de assembleia geral uma maioria de votos qualificada para aprovar as

¹²¹ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 189.

medidas defensivas, de forma a proteger os interesses dos acionistas minoritários, que passam a ter a possibilidade de participar na aprovação da transação.

Contudo, é importante ressaltar que nem todas as medidas defensivas devem ser vistas negativamente. De fato, como será abordado mais detalhadamente neste trabalho, a adoção de tais medidas pode ser justificada em vários contextos. Elas podem ser implementadas para melhorar as condições oferecidas aos acionistas, aumentar o valor de mercado das ações da sociedade visada ou proteger a sociedade e seus acionistas contra ofertas que se revelem meramente especulativas.

Por fim, destacamos que existem duas soluções para os problemas de conflitos de interesses no âmbito da OPA: “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*)”¹²² em ordem a avaliar a razoabilidade dos comportamentos adotados.

Tanto o legislador europeu como o legislador português adotaram a primeira abordagem através da *non-frustration rule* (em Portugal, prevista no artigo 182.º do CVM), enquanto certos países, como os Estados Unidos da América adotaram a segunda modalidade, através da qual os administradores têm grande liberdade para adotar medidas defensivas, cabendo aos tribunais avaliar posteriormente o seu comportamento durante o processo de oferta. É o que passaremos a estudar em seguida.

2.4. Limitação dos poderes da administração – A regra da não frustração

Como mencionado anteriormente, a Diretiva das OPAs introduziu regras específicas sobre as obrigações do conselho de administração das sociedades visadas durante o período da OPA, sendo a mais relevante a regra prevista no seu artigo 9.º.

O artigo 9.º da Diretiva das OPAs introduziu a regra conhecida como regra de não frustração (*non-frustration rule*) ou dever de neutralidade (*board neutrality rule*). Essa

¹²² CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 2.ª edição, Coimbra: Almedina, 2011, p. 589.

norma determina que, durante o período da OPA, o conselho de administração da sociedade visada precisa obter autorização prévia dos acionistas antes de adotar qualquer medida que possa impedir o êxito da oferta.¹²³

Anteriormente no regime jurídico português, o CodMVM, no n.º 1 do seu artigo 575.º, previa a restrição dos poderes da administração da sociedade alvo de uma OPA, a partir do momento em que fosse emitido o anúncio preliminar até à conclusão da operação. Durante este período, o conselho de administração ficava impedido de tomar decisões que não correspondessem à gestão regular da empresa, especialmente aquelas que pudessem comprometer o êxito da oferta ou os objetivos do proponente. No entanto, havia a possibilidade de obter autorização da assembleia geral para exceções a essa regra, desde que convocada para tratar especificamente dessa questão.

Com a transposição da Diretiva das OPAs para o direito interno e a entrada em vigor do CVM, o legislador nacional incorporou a regra de não frustração no artigo 182.º do CVM. Esse dispositivo estabelece que o conselho de administração deve abster-se de adotar medidas que possam comprometer o êxito da oferta, a menos que tenha o aval da assembleia geral. O objetivo é garantir que os acionistas possam avaliar a oferta de forma independente e exercer livremente a transferência das suas ações.

Ou seja, com base no disposto no artigo 182.º do CVM, a administração da sociedade visada por uma OPA não está obrigada a adotar uma postura totalmente passiva. Embora esteja limitada na prática de atos que possam comprometer o sucesso da oferta antes que a assembleia geral tenha oportunidade de deliberar, não se exige uma inação completa. Os administradores têm o dever de emitir um parecer sobre a oferta, conforme prevê o artigo 9.º, n.º 5 da Diretiva das OPAs e o artigo 181.º, n.º 1 do CVM. Além disso, é-lhes permitido buscar ofertas concorrentes, conforme estabelece o artigo 9.º, n.º 2 da Diretiva

¹²³ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, pp. 177-179.

das OPAs e o artigo 182.º, n.º 3, alínea c) do CVM, o que demonstra uma atuação ativa na defesa dos interesses dos acionistas e da sociedade¹²⁴.

A norma em questão visa proteger dois interesses principais. Em primeiro lugar, salvaguarda o interesse do oferente, que ao propor a aquisição de valores mobiliários de uma determinada sociedade, tem o objetivo de evitar que barreiras artificiais sejam criadas para dificultar o sucesso da oferta. O oferente espera que, ao longo do processo, a sociedade visada mantenha, tanto quanto possível, as mesmas condições econômicas e estruturais existentes no início da proposta. Em segundo lugar, protege-se o interesse dos acionistas que possuem os valores mobiliários em questão, garantindo-lhes a oportunidade de, caso desejem, alienar suas ações no âmbito da OPA, assegurando que a oferta prossiga até sua conclusão sem interferências indevidas¹²⁵.

O artigo 182.º equilibra de forma eficaz os dois interesses em questão ao restringir os poderes da administração da sociedade visada durante o processo de OPA, limitando suas ações a um papel essencialmente instrumental. Contudo, isso não significa que a administração deva adotar uma postura totalmente neutra ou passiva. Pelo contrário, os administradores mantêm um papel fundamental, pois cabe-lhes a responsabilidade de informar e aconselhar os acionistas sobre as oportunidades, condições e implicações da oferta, ajudando-os a tomar decisões mais fundamentadas.

A regra da não frustração desempenha um papel crucial na proteção dos interesses dos acionistas minoritários, especialmente em sociedades com uma estrutura de capital concentrada. Nesses casos, há um claro conflito de interesses entre os acionistas majoritários, que geralmente são membros do órgão de administração ou nomearam pessoas da sua confiança para integrarem o órgão, e os acionistas minoritários, que possuem menos poder de influência. Limitar os poderes da administração durante o processo de uma OPA é, portanto, uma medida necessária para garantir que os interesses

¹²⁴ VAZ, João Cunha, *A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração*, Coimbra: Almedina, 2013, p. 196.

¹²⁵ PEREIRA, Jorge Brito, *Limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume II, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, p. 180.

dos minoritários sejam devidamente protegidos e não prejudicados por decisões que favoreçam apenas os controladores.

Em sociedades com estrutura acionista concentrada, os acionistas majoritários têm uma clara vantagem, já que conseguem facilmente aprovar, em assembleia geral, medidas defensivas contra uma OPA hostil. Nessas situações, a proteção dos minoritários torna-se ainda mais crucial, sendo importante que estes constituam uma barreira suficiente para impedir a aprovação de determinadas medidas. Portanto, além de restringir os poderes do conselho de administração, é vital que as medidas defensivas só sejam adotadas com uma maioria qualificada, assegurando que os interesses dos acionistas minoritários sejam respeitados e não ofuscados pela influência dos acionistas controladores, que muitas vezes possuem votos suficientes para aprovar tais medidas¹²⁶.

Dessa forma, pode-se concluir que a lógica da regra de não frustração baseia-se no entendimento de que uma OPA representa uma oportunidade de negócio para os acionistas, que são os legítimos proprietários da sociedade. Apenas eles devem ter a competência para analisar as condições da oferta e determinar se medidas defensivas devem ser adotadas¹²⁷. Dessa forma, é essencial garantir que todos os acionistas possam expressar sua opinião sobre o mérito da oferta, com o conselho de administração desempenhando um papel apenas secundário, focado exclusivamente na defesa dos interesses dos acionistas da sociedade visada. Além disso, deve ser exigida uma maioria qualificada para a aprovação de certas medidas defensivas, a fim de proteger os acionistas minoritários.

Cumprido destacar que outros ordenamentos jurídicos adotaram diferentes respostas para a questão da limitação dos poderes dos órgãos de administração durante uma OPA hostil.

Em Inglaterra, a Regra 21 do *City Code* impõe restrições à atuação da administração da sociedade visada durante o processo de OPA, ou até mesmo antes de o processo ser

¹²⁶ VAZ, João Cunha, *A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração*, Coimbra: Almedina, 2013, p. 190.

¹²⁷ VAZ, João Cunha, *A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração*, Coimbra: Almedina, 2013, p. 185

oficialmente iniciado, caso haja indícios claros de que uma OPA está para ocorrer. Entre os atos que a administração fica impedida de realizar estão a venda ou compra de ativos significativos e a emissão de novas ações. Contudo, exceções são permitidas para contratos firmados antes do início do processo ou para atos aprovados em assembleia geral após o conhecimento da oferta. A norma, portanto, vai além da simples recepção do anúncio preliminar, já que limita a atuação da administração desde que esta tenha razões suficientes para antecipar a iminência de uma OPA, garantindo, assim, uma proteção adicional contra ações que possam afetar o resultado da oferta.

Em Espanha, o Real Decreto 1066/2007 em seu artigo 28.º estabelece que a administração da sociedade visada por uma OPA necessita de obter autorização prévia da assembleia geral para realizar ações que possam comprometer o sucesso da oferta, desde o anúncio público até à divulgação dos seus resultados. A exceção a esta regra é a busca de ofertas concorrentes. Em particular, a administração é impedida de emitir valores mobiliários que possam dificultar a obtenção de controlo da sociedade por parte do oferente. O legislador espanhol, portanto, delinea claramente um conjunto de ações restritivas para proteger o processo da OPA e evitar interferências que prejudiquem a oferta. É importante salientar que este conjunto de ações vedadas ao órgão de administração não é exaustiva, mas sim de natureza enunciativa, pelo que o dever de neutralidade dos administradores deve ser total, devendo estes absterem-se de qualquer ação que possa prejudicar o desenrolar da oferta.¹²⁸

Em Itália, o artigo 104.º do *Testo Unico della Finanza*¹²⁹ dispõe que, exceto quando autorizadas, as sociedades cotadas cujas ações estão sendo alvo de uma OPA devem evitar realizar qualquer ato ou operação que possa comprometer os objetivos da oferta. Esta restrição aplica-se desde a comunicação do lançamento da oferta à autoridade de supervisão até o término ou a expiração da mesma. Adicionalmente, o regulamento

¹²⁸ TORRES, Isabel Fernández, *Luces y Sombras en la Reforma de OPAs: el Papel de la Junta General en relación con las Medidas Defensivas*, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense, 2008, p. 36.

¹²⁹ BERTOLOTTI, Gianluca, *La Defensa Italiana de la OPA Hostil*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 5, 2009, p. 244.

esclarece que a busca por ofertas concorrentes não é considerada uma ação que afete os objetivos da oferta original.

Por fim, conclui-se que a legislação portuguesa vigente em matéria de OPA, bem como de outros Estados-Membros - na linha da Diretiva das OPAs - coloca a assembleia geral numa posição predominante e quase suprema em relação aos administradores, estabelecendo que cabe à assembleia geral adotar as medidas defensivas que entender. Deste modo, o papel dos administradores é bastante reduzido num momento crucial da sociedade, limitando-se a propor medidas defensivas a acionistas.

2.4.1. Início e fim da limitação dos poderes

De acordo com o artigo 182.º, n.º 1 do CVM, os poderes do conselho de administração da sociedade visada por uma OPA são limitados assim que esta toma conhecimento da decisão de lançamento da oferta. A receção do anúncio preliminar pela sociedade é equiparada a esse conhecimento, conforme previsto no artigo 182.º, n.º 2, a) do CVM.

O processo formal da OPA inicia-se com a publicação do anúncio preliminar, sendo este o momento a partir do qual os poderes do conselho de administração passam a ser restringidos. Isso ocorre porque é somente nessa fase que a administração tem conhecimento da oferta e pode adotar medidas que possam afetar o seu sucesso. Qualquer ação anterior ao recebimento do anúncio, mesmo que contrária aos interesses do oferente, é considerada legítima, pois a oferta ainda não era de conhecimento público.

Luís Fragoso reforça que a administração da sociedade visada só é limitada nos seus poderes após a receção formal do anúncio preliminar, quando passa a ter certeza de que a OPA será lançada e conhece os objetivos do oferente¹³⁰. A partir da publicação do anúncio preliminar, inicia-se formalmente o período da oferta, que deve ser registado na CMVM, conforme previsto no artigo 183.º do CVM e no artigo 7.º da Diretiva das OPAs.

¹³⁰ FRAGOSO, Luís, A OPA Inibitória e a Limitação de Poderes da Sociedade Visada – O art. 182.º do CVM, *in Verbo Jurídico*, 2005, pp. 17-24.

Jorge Brito Pereira¹³¹, no entanto, questiona a aplicação das limitações nas situações que surgem antes do anúncio preliminar ser oficialmente publicado. O Autor traça duas hipóteses: (i) na primeira, ainda não há decisão formal de lançamento da OPA. Neste caso, o Autor entende que as limitações ao conselho de administração não devem ser aplicadas, pois a intenção de aquisição ainda não foi consolidada, devendo a sociedade manter plena liberdade de gestão; e (ii) na segunda hipótese, embora a decisão de lançar a oferta já tenha sido tomada, o oferente ainda não publicou o anúncio preliminar. Neste caso, o Autor entende que a administração da sociedade visada é colocada numa posição em que não pode ser penalizada, já que a comunicação formal ainda não ocorreu, e o comportamento do oferente, ao não divulgar a oferta, violou os deveres previstos no artigo 175.º, n.º 1 do CVM.

Jorge Brito Pereira ressalta, contudo, que embora a norma do artigo 182.º do CVM presuma que a administração toma conhecimento da OPA ao receber formalmente o anúncio preliminar, em alguns casos, esse conhecimento pode ocorrer antes, desde que o oferente já tenha tomado uma decisão definitiva. Assim, Jorge Brito Pereira defende que a limitação dos poderes da administração teria início assim que o conselho de administração da sociedade visada tomasse conhecimento da decisão definitiva de lançar a OPA.

Nesse contexto, o Autor identifica três situações intermédias que devem ser analisadas para determinar o início das limitações ao órgão de administração: (i) quando a decisão de lançar a OPA ainda está sendo averiguada pelo oferente. O Autor entende que as restrições não devem ser aplicadas ao órgão de administração da sociedade visada, uma vez que a intenção do oferente ainda não está suficientemente consolidada; (ii) quando o lançamento da oferta depende de condições prévias; ou (iii) quando a decisão já foi tomada, mas o anúncio está sendo elaborado. Nestes últimos casos, as limitações previstas

¹³¹ PEREIRA, Jorge Brito, Limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA, *in* Direito dos Valores Mobiliários, Volume II, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, pp. 183-188.

no artigo 182.º, n.º 1 do CVM devem ser aplicadas, desde que a administração tenha conhecimento claro da intenção do oferente e da iminência da OPA.

Em resumo, as restrições impostas pela regra de não frustração dependem de certos requisitos fundamentais. O conhecimento da OPA pela administração deve ser claro, previsível e iminente, e o oferente deve demonstrar que a administração está plenamente ciente da oferta e que tem o poder de tomar medidas que possam comprometer o seu sucesso. Desta forma, garante-se que as limitações impostas ao órgão de administração são aplicadas de maneira justa e proporcional, evitando que este adote medidas que prejudiquem a oferta de forma indevida, sem previamente consultar os acionistas.

Finalmente, a limitação dos poderes do conselho de administração perdurará até o fim do processo de oferta ou até que este seja encerrado por outro motivo, em momento anterior ao prazo da OPA.

2.4.2. Atos proibidos

O artigo 182.º, n.º 1 do CVM impõe restrições aos poderes do conselho de administração de uma sociedade visada quando se toma conhecimento da decisão de lançamento de uma OPA, desde que esta seja lançada sobre mais de um terço dos valores mobiliários da empresa. A partir desse momento, a administração fica impedida de realizar atos que possam alterar substancialmente o património da sociedade, caso esses atos não estejam dentro da gestão habitual e possam prejudicar os objetivos da oferta.

Para que essas limitações sejam aplicadas, é necessário que quatro condições sejam simultaneamente cumpridas: (i) a OPA deve incidir sobre valores mobiliários que correspondam a mais de um terço das ações da sociedade; (ii) as ações tomadas pela administração devem ser capazes de provocar uma mudança significativa no património da sociedade; (iii) esses atos devem exceder a gestão habitual; e (iv) devem ter o potencial de comprometer os objetivos da oferta.

O primeiro requisito define um limite mínimo para a oferta, ou seja, estabelece o critério que condiciona a restrição dos poderes do conselho de administração. As limitações

apenas entram em vigor quando a oferta incide sobre valores mobiliários que permitam a aquisição de controlo da sociedade¹³². Nesse sentido, João Cunha Vaz refere que o legislador europeu pretendeu restringir as OPAs aos valores mobiliários que representem direitos de voto e possam conferir o controlo da sociedade visada, sendo apenas esses casos sujeitos à limitação dos poderes da administração¹³³.

Os restantes requisitos descrevem, em conformidade com a lei, atos proibidos que, se realizados pelos administradores, resultam em responsabilidade por danos perante a sociedade, devido à violação de deveres de conduta. A seguir, passaremos a analisar esses atos em detalhe.

a) Alteração da situação patrimonial

O segundo requisito mencionado — referente aos atos da administração que possam alterar significativamente a situação patrimonial da sociedade — introduz o conceito de “alteração patrimonial relevante”, que carece de uma definição exata. No entanto, o legislador oferece, na alínea b) do n.º 2 do artigo 182.º do CVM, exemplos que clarificam quais atos podem resultar em alterações patrimoniais relevantes: a emissão de ações ou outros valores mobiliários com direito à sua subscrição ou aquisição, bem como a celebração de contratos que visem a alienação de partes significativas do ativo social.¹³⁴

Os dois primeiros exemplos — emissão de ações e de valores mobiliários com direito à subscrição ou aquisição — têm em comum a modificação da estrutura de capital da sociedade, seja de maneira imediata ou diferida. Um aumento de capital não só eleva os custos da oferta, mas também pode provocar uma reorganização da estrutura acionista, fortalecendo os acionistas maioritários. Já o terceiro exemplo — alienação de parcelas importantes do ativo social — está diretamente ligado à proteção dos interesses do

¹³² O legislador impõe uma exigência de um quantitativo mínimo da oferta que corresponde a aproximadamente 33% (um terço) dos valores mobiliários da mesma categoria, na medida em que considera que com esta percentagem adquire-se o controlo da sociedade.

¹³³ VAZ, João Cunha, *A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração*, Coimbra: Almedina, 2013, p. 196.

¹³⁴ PEREIRA, Jorge Brito, *Limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume II, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2001. p. 194.

oferente, evitando práticas como a “venda de ativos essenciais” (*crown jewels*), que poderia tornar a oferta menos atrativa ou inviabilizá-la por completo¹³⁵.

É essencial combinar esta norma do artigo 182.º, n.º 2, b) do CVM com o artigo 182.º, n.º 3, b), que exige a autorização da assembleia geral para tais atos. A emissão de ações, normalmente, já seria uma competência da assembleia geral, conforme os artigos 85.º e 87.º do CSC, uma vez que envolve a alteração do contrato social. Já a alienação de ativos sociais importantes, por sua vez, recai sob a responsabilidade do órgão de administração. Dessa forma, questiona-se a relevância em listar a emissão de ações como exemplo de ato a ser vetado, já que, independentemente de uma OPA, tal ato precisaria da aprovação dos acionistas¹³⁶.

Contudo, o artigo 456.º, n.º 1 do CSC¹³⁷ permite que os estatutos autorizem o órgão de administração a aumentar o capital, dentro de certos limites. Nesse sentido, é compreensível a restrição imposta durante uma OPA, impedindo que a administração utilize essa autorização para aprovar aumentos de capital que possam impactar a oferta¹³⁸.

Outro ponto a destacar é a proibição de determinadas transações durante o período da oferta que possam frustrar seu sucesso, seja por reduzir o número de ações disponíveis para o oferente, inviabilizando a aquisição do controlo, ou por aumentar o valor de mercado dessas ações, tornando a oferta menos atraente financeiramente.

Importante destacar aqui a aquisição de valores mobiliários objeto da oferta pela própria sociedade durante o período da OPA. Essa prática também está regulada pelos artigos 316.º a 325.º do CSC, que limitam a titularidade de ações próprias a 10% do capital social

¹³⁵ PEREIRA, Jorge Brito, Limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA, *in* Direito dos Valores Mobiliários, Volume II, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, p. 194.

¹³⁶ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 218.

¹³⁷ Nos termos do artigo 456.º, n.º 1 do CSC, os estatutos sociais podem autorizar o órgão de administração a aumentar o capital, uma ou mais vezes, por entradas em dinheiro, devendo para tal fixar o limite máximo de aumento e o prazo para o exercício desta competência (nunca excedente a 5 anos), bem como os direitos atribuídos às ações a emitir.

¹³⁸ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 218.

e por um período máximo de três anos. A aquisição de ações próprias durante uma OPA está sujeita às restrições do artigo 182.º, n.º 1, uma vez que pode alterar a situação patrimonial da sociedade de forma relevante e afetar os objetivos do oferente, ao alterar a proporção dos direitos de voto e o número de ações disponíveis no mercado¹³⁹.

Em resumo, essas transações, como a compra de ações próprias, são vedadas no contexto de uma OPA, pois podem comprometer os objetivos do oferente, dificultando a aquisição do controlo da sociedade e, assim, frustrando o sucesso da oferta.

b) Gestão normal da sociedade

A proibição estabelecida no artigo 182.º aplica-se apenas aos atos da administração que ultrapassem a gestão normal da sociedade, ou seja, aqueles que não se enquadram na rotina administrativa e que, por sua natureza, são de carácter excepcional. A partir dessa norma, pode-se concluir que, durante o período da oferta, são permitidos atos essenciais ao bom andamento das atividades da sociedade, sendo necessário garantir a continuidade das suas operações, sob pena de causar graves prejuízos.

Deve-se notar que o conceito de “gestão corrente” não está expressamente definido no CSC. No entanto, ele é normalmente interpretado como a administração cotidiana da empresa¹⁴⁰, o que corresponde à prática diária de seus negócios. Este conceito refere-se a ações que não provocam uma alteração patrimonial significativa. Assim, os atos de gestão normal abrangem um conjunto mais amplo de decisões além do simples cotidiano administrativo. Assim, os atos proibidos pela norma referem-se àqueles que ultrapassam a gestão rotineira e habitual da sociedade, abrangendo todas as ações que não sejam estritamente indispensáveis para a continuidade normal das operações da empresa e que possuam um carácter extraordinário.

¹³⁹ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 222.

¹⁴⁰ GUINÉ, Orlando Vogler, Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”, Coimbra: Almedina, 2009, p. 157.

Conforme argumenta João Cunha Vaz¹⁴¹, essa disposição legal deve se aplicar somente a atos de natureza extraordinária, de modo que ações relacionadas ao funcionamento normal da sociedade visada durante a OPA estejam fora do seu alcance. Isso assegura que a gestão ordinária da sociedade continue a ocorrer, sem interferências que prejudiquem o seu regular funcionamento.

c) Afetação dos interesses do oferente

No âmbito do requisito “atos que possam afetar de modo significativo o objetivo da oferta”, é importante destacar que essa afetação será considerada relevante quando impossibilitar as condições estabelecidas pelo oferente para a OPA. Isso inclui também atos que, mesmo sem a intenção de prejudicar a oferta, podem gerar esse efeito indesejado. A ideia é restringir apenas as medidas excepcionais que possam comprometer o sucesso da oferta.

O principal objetivo da OPA são as ações da sociedade visada, sendo o objetivo do oferente a obtenção do controle sobre a sociedade e sua gestão. Esse interesse decorre do fato de que a sociedade possui ativos que o oferente deseja controlar e administrar. O oferente, portanto, possui interesse direto na gestão desses ativos e um interesse indireto em garantir que a aquisição do controle ocorra da maneira mais eficiente possível. Assim, os objetivos do oferente podem ser comprometidos tanto em relação à administração de ativos quanto à eficiência do processo de aquisição, especialmente através da adoção de medidas defensivas pela administração da sociedade visada¹⁴².

Para avaliar se os requisitos foram cumpridos, é essencial determinar quais são os objetivos do oferente que devem ser considerados. Nesse sentido, o legislador especifica no CVM que o oferente deve declarar expressamente os seus objetivos no anúncio preliminar. Com o recebimento do anúncio preliminar pela sociedade visada, devem passar a ser protegidos os objetivos explicitamente anunciados no documento ou

¹⁴¹ VAZ, João Cunha, *A OPA e o Controle Societário: A Regra de Não Frustração*, Coimbra: Almedina, 2013, pp. 226 e ss.

¹⁴² GUINÉ, Orlando Vogler, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Coimbra: Almedina, 2009, p. 173.

posteriormente no prospeto. Essa abordagem garante tanto a segurança jurídica quanto a clareza sobre quais atos são proibidos durante a OPA, evitando assim que ações sejam tomadas que possam frustrar os objetivos do oferente¹⁴³.

No entanto, é necessário lembrar que nem todas as intenções do oferente são necessariamente positivas. Existem situações em que as ofertas têm objetivos prejudiciais, como as especulativas. Nesses casos, a administração da sociedade visada deve proteger os interesses da sociedade e dos seus acionistas. Diante de ofertas com intenções perversas, é razoável que a administração adote medidas defensivas necessárias para proteger a sociedade¹⁴⁴. Ainda assim, para que essas medidas sejam válidas durante o período da OPA, deverão ser autorizadas pela assembleia geral, cumprindo os requisitos legais.

d) Outros atos proibidos

A limitação dos poderes da administração, de acordo com o n.º 1 do artigo 182.º do CVM, abrange também a execução de decisões tomadas antes do início do período inibitório, conforme previsto na alínea c) do n.º 2. O conselho de administração fica obrigado a submeter essas decisões, que ainda não foram parcial ou totalmente executadas, à aprovação da assembleia geral, caso elas possam comprometer o sucesso da OPA e não façam parte da gestão corrente da sociedade. Em outras palavras, mesmo que uma decisão tenha sido tomada previamente, a sua execução no decurso da oferta depende de uma nova ratificação pelos acionistas¹⁴⁵.

João Cunha Vaz¹⁴⁶ argumenta que todas as decisões anteriores à OPA, cuja implementação ocorra durante o processo, devem ser validadas pela assembleia geral, permitindo que os acionistas possam deliberar de forma informada e com plena liberdade.

¹⁴³ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 231.

¹⁴⁴ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 229.

¹⁴⁵ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 233.

¹⁴⁶ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 234.

Esse princípio se aplica tanto às decisões da administração quanto às decisões previamente adotadas pela própria assembleia geral, que igualmente necessitam de confirmação durante a OPA.

Além dos atos expressamente mencionados no CVM, há outras condutas que, embora não explicitamente listadas, devem ser compreendidas à luz do espírito da norma. A CMVM, no seu parecer sobre deveres em OPA, estabelece que a administração da sociedade visada não pode divulgar informações privilegiadas, especialmente a possíveis oferentes concorrentes, sem que essas informações tenham sido previamente tornadas públicas, conforme estipulado no terceiro parágrafo do parecer.

2.4.3. Exceções à regra da não frustração

A legislação prevê três exceções às limitações impostas ao conselho de administração da sociedade visada durante uma OPA: (i) atos que resultem de compromissos assumidos antes de a administração ter conhecimento da oferta; (ii) atos aprovados pela assembleia geral, convocada especificamente para esse fim durante o período de restrição; e (iii) atos destinados à busca de ofertas concorrentes.

A primeira exceção, descrita no artigo 182.º, n.º 3, alínea a) do CVM, permite à administração executar atos que seriam normalmente proibidos, desde que estejam relacionados com o cumprimento de obrigações assumidas antes de a sociedade tomar conhecimento da OPA. Esta exceção visa proteger a sociedade de incumprimentos contratuais que possam gerar consequências jurídicas negativas¹⁴⁷, como penalizações ou danos, assegurando que compromissos anteriores, assumidos de boa-fé e sem a intenção de prejudicar a OPA, possam ser honrados.

Cumprido ressaltar que para ser enquadrada na exceção da alínea a), não basta que a obrigação tenha sido constituída em momento anterior ao conhecimento da OPA, sendo também necessário que a obrigação deva ser cumprida durante esse mesmo período. Ou

¹⁴⁷ PEREIRA, Jorge Brito, Limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA, *in* Direito dos Valores Mobiliários, Volume II, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, p. 197.

seja, se a administração pretender cumprir as obrigações previamente assumidas após o lançamento da OPA com modificações face ao anteriormente estabelecido, tais modificações ficarão sujeitas ao disposto no artigo 182.º, n.º 1 do CVM¹⁴⁸.

A segunda exceção envolve a intervenção da assembleia geral para a aprovação de medidas defensivas reativas. A assembleia deve ser convocada exclusivamente para este propósito, sem incluir outros itens na ordem de trabalhos (art. 182.º, n.º 3, b)), e para proteger os interesses dos acionistas e do oferente¹⁴⁹, estas deliberações devem ser aprovadas por uma maioria qualificada. O legislador quis destacar a importância da participação dos acionistas, permitindo-lhes decidir sobre a OPA e tomar medidas defensivas adequadas, quando necessário. Assim, a assembleia geral pode autorizar a administração a adotar atos fora da gestão regular, mesmo que possam afetar os objetivos do oferente.

Cumprido destacar que esta deliberação deve ser tomada com base em quatro condições: (i) os acionistas devem ter pleno conhecimento das condições da oferta; (ii) deve ser tomada durante o período em que os poderes da administração estão limitados; (iii) com aprovação por maioria qualificada; e (iv) decida exclusivamente sobre o ato a ser praticado, especificando os termos exatos da medida defensiva a ser adotada.

A terceira exceção, prevista no artigo 182.º, n.º 3, permite que a administração procure uma oferta concorrente, incentivando um terceiro a apresentar uma proposta mais vantajosa que a inicial¹⁵⁰. Esta prática, conhecida como *white knight*, será analisada no próximo capítulo.

¹⁴⁸ GUINÉ, Orlando Vogler, Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”, Coimbra: Almedina, 2009, p. 187.

¹⁴⁹ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 242.

¹⁵⁰ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 249.

Por último, o artigo 182.º, n.º 6 introduz a cláusula de reciprocidade, que permite afastar a regra de não frustração quando a sociedade oferente não está sujeita a um regime equivalente.

Este artigo determina que as sociedades cotadas que sejam objeto de uma OPA não estão sujeitas a regra de não frustração, quando a entidade que realiza a oferta não esteja, por sua vez, sujeita as regras semelhantes às contidas neste artigo¹⁵¹. Trata-se, portanto, de uma exceção à regra geral que limita a atuação dos órgãos de administração, que serão livres de realizar as condutas “proibidas” para evitar que a sociedade seja adquirida por outra sociedade em que os administradores gozem de plena autonomia.

Este princípio de reciprocidade resulta da Diretiva das OPAs, cujo nº 3 do artigo 12º concede aos Estados-Membros a possibilidade de aplicarem este regime se assim o desejarem. Embora pareça compreensível que a Diretiva preveja esta possibilidade, a fim de assegurar a igualdade de condições entre sociedades de diferentes Estados, parece também, pôr de lado a suposta harmonização do mercado europeu de valores mobiliários.

Ressalta-se que poderão surgir a partir da norma prevista no artigo 182.º, n.º 6 do CVM, dificuldades importantes no que toca à determinação da equivalência dos regimes. Coloca-se inicialmente a questão sobre o conceito de “mesmas regras”. Deverá ser apurado se existe no ordenamento relevante um princípio de não frustração similar ao português. Nesse contexto, a CMVM deverá assumir um papel muito importante, dada a proximidade que tem com outros reguladores.

Também se coloca a questão de quando a sociedade oferente estiver sujeita a regras similares, mas não estiver a sociedade dominante desta. Neste caso, aplicar-se-á igualmente a exceção prevista no n.º 6 do referido artigo.

Concluimos, assim, que a regra de não frustração, tal como prevista no âmbito das OPAs, representa uma importante salvaguarda dos interesses dos acionistas, limitando de forma

¹⁵¹ GUINÉ, Orlando Vogler, Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”, Coimbra: Almedina, 2009, p. 187.

expressiva os poderes dos administradores. A imposição dessa limitação visa evitar que os órgãos de administração, movidos por interesses próprios ou com o intuito de manter o controlo sobre a gestão, adotem medidas que possam frustrar uma oferta potencialmente benéfica para os acionistas.

No contexto da legislação portuguesa, mais especificamente no CSC e no CVM, a restrição dos poderes dos administradores reflete o reconhecimento de que, em situações de OPA, a soberania dos acionistas deve prevalecer. O princípio orientador é o de que os administradores não devem interferir de maneira arbitrária no processo decisório dos investidores, especialmente em casos de ofertas hostis, assegurando que a decisão sobre a aceitação ou rejeição de uma proposta de aquisição seja uma prerrogativa dos acionistas, e não dos gestores da sociedade.

Embora a regra de não frustração limite os poderes dos administradores, é importante reconhecer que, em determinadas circunstâncias, a adoção de medidas defensivas pode ser benéfica tanto para os acionistas quanto para a própria sociedade. Tais medidas, quando devidamente implementadas, podem proteger a sociedade de ofertas que, embora atraentes à primeira vista, possam não refletir o valor real da sociedade ou comprometer a sua continuidade a longo prazo. Nesse sentido, o papel dos administradores, dentro dos limites legais, é essencial para garantir que os interesses da sociedade e dos seus acionistas sejam salvaguardados de propostas inadequadas ou predatórias.

2.5. A atuação dos administradores no direito norte-americano

Ao contrário do que acontece no ordenamento jurídico português, a legislação dos diversos estados¹⁵² dos Estados Unidos da América concede uma grande liberdade aos

¹⁵² O direito das sociedades nos Estados Unidos é um direito regido por normas estaduais. Fiel aos princípios federalistas e às raízes competitivas, cada estado tem o seu próprio conjunto de leis societárias, promulgadas para atrair as empresas a constituírem-se no seu estado. Nesta batalha, o estado de Delaware é o atual vencedor e é o alvo da maioria dos estudos sobre direito das sociedades.

administradores das sociedades para que possam adotar medidas de defesa e impedir o êxito de uma OPA¹⁵³.

No entanto, a crença de que os administradores das sociedades americanas podem fazer praticamente tudo o que quiserem quando tentam fazer fracassar uma OPA não se justifica, uma vez que, como veremos a seguir, as suas ações são acompanhadas de perto pelos acionistas, que podem, a qualquer momento, iniciar uma ação judicial contra os administradores quando considerarem que as medidas tomadas são prejudiciais aos interesses da sociedade.

Nos Estados Unidos da América, o direito societário é regido pelo direito estadual, e o estado de Delaware lidera nesta matéria. O estado de Delaware¹⁵⁴ tem sido o estado de eleição para a constituição de sociedades, devido aos seus tribunais experientes, ao seu compromisso em atender às necessidades das suas empresas e ao fato de a sua legislação relativa às sociedades comerciais ser bastante desenvolvida e flexível. O código *Delaware General Corporation Law*¹⁵⁵ (DGCL) oferece aos administradores e acionistas uma vasta margem de manobra na estruturação das políticas de *corporate governance* e na tomada de decisões empresariais. A flexibilidade do DGCL permite que as sociedades adaptem os seus estatutos às suas necessidades específicas. Adicionalmente, os tribunais do estado de Delaware são compostos por juízes altamente experientes em matéria de

¹⁵³ Como explica Tyler Theobald, nos Estados Unidos da América, o direito societário está fundamentado na doutrina conhecida como *internal affairs*, que prevê que as empresas são regidas pelas leis do estado em que estão constituídas, exigindo mesmo que outros estados se submetam ao direito da jurisdição da empresa. Esta doutrina e o desejo de atrair mais empresas para determinado estado criaram uma “*race to the bottom*”, prevendo a diminuição dos direitos dos acionistas e a elevação dos poderes do conselho de administração, a fim de atrair mais negócios para o estado. Em alternativa, há quem defenda que esta competição pelo negócio das empresas não criou nem criará uma “*race to the bottom*”. Em vez disso, a competição cria uma “*race to the top*”, em que os acionistas optarão por não investir em empresas constituídas em estados com leis desfavoráveis, induzindo assim os estados a maximizarem as leis que beneficiam os acionistas. Independentemente de quem ganhe este debate, o fato é que as leis estatais nos EUA privilegiam o conselho de administração em detrimento dos acionistas na decisão sobre quando implementar defesas contra aquisições. THEOBALD, Tyler, *Hostile Takeovers and Hostile Defenses: A Comparative Look at U.S. Board Deference and the European Effort at Harmonization*, *International Trade Law Journal*, vol. 15, n.º 2, 2006, p. 62.

¹⁵⁴ Muitas das sociedades constituídas no estado de Delaware estão cotadas nas principais bolsas de valores. Além disso, mais de 60% das sociedades listadas na Fortune 500 estão constituídas no estado de Delaware.

¹⁵⁵ *Delaware General Corporation Law*. Disponível em <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

direito societário, que desenvolvem uma jurisprudência robusta sobre as referidas matérias, proporcionando uma grande segurança jurídica às sociedades ali constituídas¹⁵⁶.

Embora a lei de cada estado regule a maior parte do direito societário americano, o governo federal recusou-se a ceder completamente o controlo sobre a regulação das OPAs. Como analisado, o governo federal entrou em cena em 1968, quando promulgou o *Williams Act* para regulamentar o aumento das OPAs e para proteger os acionistas de um processo pouco transparente e abusivo de alteração do controlo das sociedades¹⁵⁷.

Entre as principais características do regime das OPAs nos Estados Unidos da América está na existência do chamado sistema de aviso prévio, através do qual os administradores e o público em geral são informados de que um investidor adquiriu mais de 5% das ações da sociedade. Esta comunicação prévia deve ser apresentada pelo investidor à *Securities Exchange Commission*, e deve especificar o motivo da aquisição dessa percentagem de ações.

Por outro lado, a OPA deve ser dirigida a todos os acionistas e pelo mesmo preço, embora seja permitido que o oferente não tenha de comprar todas as ações (caso em que deve pagar proporcionalmente a todos os acionistas que pretendam vender as suas ações)¹⁵⁸.

Além disso, a Secção 14 (d) (1)¹⁵⁹ do *Securities Exchange Act* exige que o oferente divulgue uma série de informações sobre si próprio: a sua identidade, a forma de financiamento da oferta e quaisquer planos futuros, incluindo a intenção de fechar o capital da sociedade visada. Esta regra inclui também requisitos relativos ao prazo de aceitação da oferta - mínimo de vinte dias úteis – bem como uma disposição antifraude

¹⁵⁶ *Why Businesses Choose Delaware*, disponível em <https://corplaw.delaware.gov/why-businesses-choose-delaware/>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

¹⁵⁷ THEOBALD, Tyler, *Hostile Takeovers and Hostile Defenses: A Comparative Look at U.S. Board Deference and the European Effort at Harmonization*, *International Trade Law Journal*, vol. 15, n.º 2, 2006, p. 62.

¹⁵⁸ *Securities Exchange Act 1934, Section 14 (d) (10)*. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14d-10>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

¹⁵⁹ *Securities Exchange Act 1934, Section 14 (d) (1)*. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14d-1>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

neste tipo de transação (que proíbe ações enganosas ou fraudulentas por parte do oferente).

No entanto, o *Williams Act* regula apenas certos aspectos do processo de uma OPA, pelo que os diversos estados americanos, promulgaram uma série de leis e regulamentos para regular as aquisições de sociedades, especialmente na modalidade de uma oferta pública. Estas leis e regulamentos são conhecidos como *anti-takeover statutes*, uma vez que, como explica Lucian Arye Bebchuk¹⁶⁰, estes “estatutos” foram essencialmente concebidos para impedir o sucesso das OPAs, e não para proteger os interesses dos acionistas. Assim, as legislações estaduais conferiram aos conselhos de administração um leque de poderes para defenderem as sociedades de uma OPA, bem como passaram a proteger os administradores na tomada de decisões com o objetivo de frustrar a OPA.

Nesse sentido, podemos concluir que nem a legislação federal, nem as legislações estaduais contêm leis que limitam a utilização de medidas defensivas pelo conselho de administração de uma sociedade cotada no âmbito de uma OPA. Consequentemente, a sua regulação de tais medidas é confiada aos tribunais estaduais, que, ao abrigo da *business judgment rule*, decidem sobre a legitimidade das defesas utilizadas pelos administradores.

A *business judgment rule* tem como base a presunção de que os administradores estão melhor habilitados para tomar decisões empresariais e que ao tomar tais decisões, estes agiram de boa-fé, com a devida informação e com convicção de que a sua decisão foi tomada no melhor interesse da sociedade. Os tribunais acatam esta presunção, salvo demonstração de que o conselho de administração abusou da sua discricionariedade ao tomar uma decisão por estar mal-informado ou por interesse próprio.

O principal propósito da *business judgment rule* é proporcionar aos administradores uma espécie de “porto seguro” contra a responsabilidade pessoal por eventuais violações do dever de cuidado e diligência, desde que as decisões tenham sido tomadas com base em

¹⁶⁰ BEBCHUK, Lucian Arye, FERRELL, Allen, *Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers*, 99 *Colum. L. Rev.* 1168, 1999, p. 1182-83.

informações adequadas e sem a presença de conflitos de interesse. Desta forma, a *business judgment rule* garante aos administradores um espaço de discricionariedade, no qual eles estão imunes de responsabilização pelas decisões tomadas que possam resultar num prejuízo para a sociedade.

De acordo com Nicholas Dietrich, a *business judgment rule* funciona para “proteger as decisões empresariais que tenham sido tomadas de forma honesta, prudente, de boa-fé e com base em fundamentos razoáveis, de uma intervenção judicial. Nesses casos, as decisões tomadas pelo conselho de administração não serão sujeitas a exame minucioso e o tribunal terá relutância em interferir e usurpar a função do administrador na gestão da sociedade. Esta regra protege os conselhos de administração e os administradores daqueles que possam questionar as suas decisões. Os tribunais devem verificar se os administradores tomaram uma decisão razoável, não uma decisão perfeita”¹⁶¹.

Em outras palavras a *business judgment rule* limita a revisão judicial das decisões tomadas pelos administradores e preserva, conseqüentemente, a autoridade do conselho de administração para a tomada de decisões empresariais. No entanto, preserva o direito dos acionistas de demandar eventuais prejuízos causados pelas decisões tomadas pelos administradores em desrespeito aos critérios estabelecidos pela *business judgment rule*.

No entanto, a *business judgment rule* aplica-se de forma diversa no contexto das medidas defensivas no âmbito de uma OPA, uma vez que as circunstâncias que envolvem estas transações tornam os requisitos que os administradores devem cumprir mais rigorosos do que o habitual. Ao longo dos anos, os tribunais de Delaware, bem como de outras jurisdições, delinearão as normas de comportamento adequadas a seguir pelos administradores nestes casos.

¹⁶¹ GIRALDO, Carlos Andrés Laguado, CAÑÓN, Maria Paula Díaz, *Modern Conception of Business Judgment Rule: A Case Study on Delaware Jurisprudence*, in *International Law: Revista Colombiana de Derecho Internacional*, Vol. 3, n.º 5, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, 2005, p. 18.

Cumpra destacar a decisão da Suprema Corte de Delaware no caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*¹⁶² Este caso forneceu um conjunto de critérios a seguir pelos tribunais na análise das medidas de defesas contra uma *hostile takeover*.

A Mesa, uma acionista minoritária da Unocal, decidiu lançar uma OPA sobre as ações da Unocal. O conselho de administração da Unocal alegou que a oferta não refletia o preço real da sociedade e que, portanto, era insuficiente. Assim, o conselho de administração da Unocal decidiu que caso a Mesa conseguisse adquirir 50% das ações, a Unocal iria adquirir suas ações próprias a um preço superior ao da oferta da Mesa e excluir a Mesa desta aquisição. O raciocínio do conselho de administração para esta exclusão foi que, se de fato comprasse as ações de titularidade da Mesa, estaria a financiar a OPA lançada por esta.

Ao decidir sobre a medida de defesa utilizada pelo conselho de administração da Unocal, o tribunal argumentou que, em razão do conflito de interesses existente no âmbito da OPA, as medidas de defesa adotadas pelos administradores deveriam ser apreciadas ao abrigo de uma *business judgment rule* reforçada. Desta forma, o tribunal estabeleceu dois requisitos que deveriam ser cumpridos pelo conselho de administração para que fossem protegidos pela *business judgment rule* no âmbito de uma OPA: (a) que os administradores demonstrassem que tinham motivos fundamentados para acreditar que a OPA apresentava uma ameaça para os interesses da sociedade; e (b) que a medida de defesa adotada era proporcional em relação à ameaça em questão¹⁶³. O tribunal considerou que os administradores tinham cumprido estes requisitos e confirmou a validade da oferta defensiva da Unocal destinada a frustrar a oferta coerciva da Mesa¹⁶⁴.

¹⁶² Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985). Acórdão do Tribunal, de 10 de junho de 1985.

¹⁶³ O processo para determinar se a *business judgment rule* se aplica foi denominado como “*Unocal test*”.

¹⁶⁴ SERETAKIS, Alexandros, *Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the United Kingdom and the United States: A Case against the United States Regime*. *Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 8, n.º 2, 2013 p. 273.

Anos após a decisão do *Unocal vs. Mesa*, a Suprema Corte de Delaware decidiu no caso *Unitrin vs American General Corp.*¹⁶⁵ mais um requisito a ser cumprido pelos administradores para aplicação da *business judgment rule*. O tribunal decidiu que a medida defensiva não pode ser considerada restritiva ou coercitiva, de forma a impedir que as medidas defensivas utilizadas pelos administradores não fossem tomadas apenas para assegurar a manutenção dos seus cargos.

Neste caso, a *American General Corp.* lançou uma OPA hostil para adquirir a *Unitrin, Inc.* Em resposta, o conselho de administração da *Unitrin* adotou diversas medidas defensivas, incluindo um programa de recompra de ações e uma “*poison pill*”, destinadas a diluir a participação acionária da *American General* e a dificultar a aquisição. A *American General* contestou essas medidas, alegando que eram desproporcionais e, portanto, representavam uma violação do dever fiduciário dos administradores.

A Suprema Corte de Delaware decidiu que, embora as medidas defensivas adotadas pelo conselho de administração da *Unitrin* pudessem parecer severas, elas não eram desproporcionais a ponto de justificar a intervenção judicial. O tribunal afirmou que, desde que as medidas defensivas sejam razoáveis e não coercitivas, elas são permitidas sob a “*Unocal standard*”. A decisão foi importante porque reiterou que os conselhos de administração têm grande discricionariedade ao adotar medidas defensivas, desde que estas sejam proporcionais à ameaça percebida.

Já o caso *Revlon vs MacAndrews*¹⁶⁶, deu origem ao conceito conhecido como “*Revlon duties*”, que impõem aos administradores a obrigação de maximizar o valor para os acionistas quando a venda ou dissolução da empresa é inevitável.

A *Revlon* era alvo de uma OPA hostil por parte da *MacAndrews*. Em resposta, a *Revlon* adotou uma série de medidas defensivas para resistir à aquisição, incluindo um *white knight* — uma fusão com uma terceira empresa, *Forstmann Little & Co.*, que era

¹⁶⁵ Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995). Acórdão do Tribunal, de 11 de janeiro de 1995.

¹⁶⁶ Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986). Acórdão do Tribunal, de 13 de março de 1986.

considerada uma alternativa mais favorável. Como parte dessa estratégia, a *Revlon* também fez um acordo que concedia à *Forstmann* certos benefícios financeiros e impedimentos que tornavam mais difícil a oferta da *MacAndrews*. A Suprema Corte de Delaware decidiu que, uma vez que a venda da *Revlon* se tornava inevitável, o dever fiduciário dos administradores mudava de proteger a “*corporate entity*” para maximizar o valor dos retornos dos acionistas. Em outras palavras, quando a venda ou dissolução da empresa é inevitável, os administradores devem concentrar-se em obter o melhor preço possível para os acionistas, independentemente de outras considerações estratégicas.

Na sequência do caso *Revlon vs MacAndrews*, a Suprema Corte de Delaware delimitou quando deve ser considerado que a venda de uma sociedade é iminente. No caso *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*¹⁶⁷, a *Paramount Communications* tentou adquirir a *Time* através de uma OPA hostil. No entanto, a *Time* estava em negociações avançadas para se fundir com a *Warner Communications*. Em resposta à oferta da *Paramount*, a *Time* adotou medidas defensivas para proteger a fusão com a *Warner*, que foi vista como uma estratégia a longo prazo mais benéfica para a sociedade.

O tribunal decidiu a favor da *Time*, afirmando que o conselho de administração agiu de forma informada e em boa-fé ao rejeitar a oferta da *Paramount* e ao prosseguir com a fusão com a *Warner*. A decisão também ressaltou que, mesmo em situações em que a venda da sociedade parece iminente, os administradores não são obrigados a aceitar a oferta que maximiza o valor imediato das ações, desde que possam demonstrar que outra estratégia serve melhor os interesses a longo prazo da empresa e dos seus acionistas.

Em seguida, a Suprema Corte de Delaware decidiu o famoso caso *Paramount v. QVC*.¹⁶⁸ A *Paramount Communications, Inc.*, estava em negociações para fundir-se com a *Viacom Inc.* Nos termos do acordo de fusão, a *Paramount* concordou em adotar diversas medidas

¹⁶⁷ Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989). Acórdão do Tribunal, de 24 de julho de 1989.

¹⁶⁸ Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (1994). Acórdão do Tribunal, de 4 de fevereiro de 1994.

defensivas, incluindo uma cláusula de *no-shop*,¹⁶⁹ uma indemnização em caso de término do acordo no valor de 100 milhões de dólares e um *lock-up* de aproximadamente 20% das ações ordinárias da Paramount.

Após o anúncio da fusão, a QVC Network, Inc. lançou uma OPA para adquirir a Paramount, oferecendo um valor significativamente mais alto pelas ações da sociedade. A Paramount, no entanto, rejeitou a oferta da QVC em favor do acordo já existente com a Viacom, argumentando que tal constituiria uma violação das suas obrigações contratuais para com a Viacom. A decisão de recusar a proposta da QVC e optar pela da Viacom suscitou dúvidas quanto ao cumprimento, por parte dos administradores da Paramount, dos seus deveres fiduciários, em particular no que se refere ao dever de lealdade e à maximização do valor para os acionistas.

O tribunal decidiu neste caso que o conselho de administração tinha o dever de suspender as negociações com a Viacom e negociar com a QVC, a fim de obter a maior mais-valia para os acionistas. O conselho de administração da Paramount tinha o dever de proteger os seus acionistas, na medida em que quando ocorre uma aquisição ou mudança de controlo, os acionistas tornam-se acionistas minoritários e perdem, conseqüentemente, qualquer influência significativa em termos de direito de voto. Assim, nesta decisão, a Suprema Corte de Delaware reafirmou o seu entendimento de os administradores terem grande liberdade para adotarem medidas defensivas, com exceção de poucas limitações, como, por exemplo, a obrigação de os administradores maximizarem o valor para os acionistas quando a venda ou dissolução da sociedade é inevitável¹⁷⁰.

Podemos concluir, por fim, que o sistema jurídico norte-americano oferece aos administradores a liberdade inicial para implementar medidas defensivas que considerem apropriadas ao enfrentar uma OPA hostil. Contudo, essas medidas só podem ser adotadas

¹⁶⁹ Essa cláusula impõe restrições à sociedade visada, impedindo-a de procurar, negociar ou incentivar ofertas de aquisição alternativas a partir do momento em que um acordo preliminar (ou *memorandum of understanding*) foi estabelecido com um comprador específico.

¹⁷⁰ THEOBALD, Tyler, *Hostile Takeovers and Hostile Defenses: A Comparative Look at U.S. Board Deference and the European Effort at Harmonization*, *International Trade Law Journal*, vol. 15, n.º. 2, 2006, p. 66.

se a OPA realmente ameaçar os interesses da empresa e devem sempre ser razoáveis, proporcionais e não coercitivas. Quando a venda da sociedade é iminente, o papel dos administradores é bastante restrito, focando-se apenas em encontrar ofertas alternativas que possam maximizar os ganhos dos acionistas.

Portanto, ao analisar as possibilidades de defesa dos administradores nos Estados Unidos da América, percebe-se que não se trata de um sistema desordenado onde tudo é permitido. Pelo contrário, é uma regulamentação que evoluiu ao longo do tempo, em que a liberdade de ação é a norma, mas as medidas defensivas estão sujeitas a controlo judicial, podendo ser contestadas tanto pelos ofertantes diretamente afetados quanto pelos acionistas que sofrem impactos indiretos¹⁷¹.

¹⁷¹ JUSTE, Santiago González, *Possibilidades de Defensa del Órgano de Administración ante una Oferta Pública de Adquisición de Acciones: Análisis Comparativo con el Derecho Estadounidense*, Tese Grado en Derecho y Diploma en Business Law, Universidad Pontificia Comillas, Facultad de Derecho, 2019, p. 28.

3. AS MEDIDAS DE DEFESA CONTRA AS “*HOSTILE TAKEOVERS*”

Como analisado nos Capítulos anteriores, as sociedades com capital disperso tendem a ser mais vulneráveis a iniciativas que busquem a aquisição de seu controle. Esse cenário cria um ambiente favorável para que terceiros busquem adquirir a sociedade através de uma OPA.¹⁷²

Devido ao risco da tomada de controle de uma sociedade com grande dispersão acionária, tornou-se imperativo desenvolver mecanismos de proteção para essas entidades. A adoção de uma medida defensiva¹⁷³ visa resguardar tanto a integridade da sociedade visada, quanto os interesses coletivos dos acionistas, prevenindo que terceiros obtenham o controle de forma adversa. No entanto, pode também ser utilizada com o propósito de resguardar os administradores, assegurando a permanência nos seus cargos em situações de ameaça, como em caso de alteração do controle da sociedade¹⁷⁴.

Com o objetivo de conciliar ambos os objetivos – não prejudicar o sucesso da OPA e proteger os interesses dos acionistas – a legislação portuguesa optou, desde que começou a regular as OPAs, por deixar os órgãos de administração das sociedades visadas com poderes limitados para a adoção de medidas anti-OPA.

Enquanto isso, a regulação das OPAs nos Estados Unidos da América¹⁷⁵ confere, de fato, aos órgãos de administração das sociedades visadas determinados poderes com o objetivo de evitar a concretização de OPAs que considerem não ser do interesse da sociedade. Assim, ao longo dos anos, quer a legislação norte-americana, quer, em particular, a jurisprudência, têm vindo a delimitar progressivamente as possibilidades de defesa destes

¹⁷² NASCIMENTO, João Pedro Barroso, *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 24.

¹⁷³ Como define João Cunha Vaz, “As medidas defensivas anti-OPA consistem, portanto, na regulamentação de aspectos fundamentais da sociedade que limitam a atuação dos acionistas, consubstanciando muitas vezes orientações dos fundadores da sociedade que desmotivam a sua aquisição”. VAZ, João Cunha, *A OPA e o Controle Societário: A Regra de Não Frustração*, Coimbra: Almedina, 2013, p. 141.

¹⁷⁴ SILVA, Laís Leite, *Medidas de Defesa Contra a Tomada de Controle Hostil de Companhias Abertas*, in *Revista do Curso de Direito Strong*, n.º 2/2021, p. 23.

¹⁷⁵ De forma contrária ao ordenamento jurídico português e europeu, nos Estados Unidos da América é concedida uma ampla liberdade aos administradores das sociedades para que defendam a sociedade de uma OPA.

órgãos perante uma OPA hostil, tendo sempre presente o objetivo último de proteger os interesses dos acionistas, bem como de evitar conflitos de interesses em que os membros dos órgãos de administração possam estar envolvidos.

Como já abordado, as OPAs desempenham um papel crucial no mercado de controlo societário, devendo ocorrer de forma fluida, sem grandes obstáculos. Assim, é necessário limitar medidas defensivas que sirvam apenas para manter administradores ineficientes nos seus cargos. Ao mesmo tempo, é igualmente importante que as sociedades visadas possam se defender de ofertas hostis, a fim de desencorajar propostas puramente especulativas, cujo único objetivo seja obter lucros a curto prazo, sem fundamentos económicos sólidos¹⁷⁶.

Adicionalmente, a admissibilidade de medidas de defesa por parte da sociedade visada permite que os órgãos de gestão da sociedade possam assumir completa responsabilidade quando ao futuro da sociedade e possam proteger os interesses dos acionistas e de todos aqueles que estão estreitamente ligados à sociedade. As medidas defensivas permitem ao órgão de administração negociar em posição de força com o oferente, o que lhe facultará a obtenção de melhores condições que aproveitarão a todos os acionistas, também permitindo que a sociedade escolha o oferente sem que isso prejudique os interesses dos acionistas¹⁷⁷.

Os Estados Unidos da América adotam uma abordagem diametralmente oposta em relação às aquisições hostis, permitindo que os administradores recorram a uma série de medidas defensivas. Consequentemente, a regulação da OPA é deixada aos tribunais, que têm autoridade para decidir a legitimidade das defesas de aquisição. Ao contrário do que acontece em Portugal e em outros Estados Membros, os gestores americanos gozam de uma ampla liberdade na adoção de medidas defensivas, estando apenas limitados pelos

¹⁷⁶ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 150.

¹⁷⁷ GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, in Boletim da Faculdade de Direito, *Stvdia Ivridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 284.

limites de uma flexível *business judgment rule*,¹⁷⁸ tal como decidido no caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*

Nesse contexto, passaremos a analisar neste Capítulo um conjunto de medidas de defesa passíveis de serem adotadas no âmbito de uma OPA, analisando os seus diferentes aspectos e possível adoção no ordenamento jurídico português.

3.1. Classificação

Como explica Orlando Vogler Guiné¹⁷⁹, as medidas de defesa contra uma OPA podem ser classificadas segundo uma variedade de características, nomeadamente quanto a sua natureza, autonomia, eficácia, objetivos, escopo, tempo, entre outras características. No entanto, iremos restringir a nossa análise ao critério temporal de classificação, ou seja, o momento em que as medidas de defesa são adotadas, uma vez que é a distinção mais usual utilizada pela doutrina¹⁸⁰. Nesse sentido, existem dois grupos de medidas de defesa contra as OPAs hostis: as medidas preventivas e as medidas reativas¹⁸¹.

As medidas preventivas são conhecidas *shark repellents*, que consistem em mecanismos adotados antes do lançamento da OPA, com o objetivo de criar obstáculos a uma eventual oferta. O segundo grupo, denominado de medidas reativas, é composto por mecanismos

¹⁷⁸ SERETAKIS, Alexandros, *Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the United Kingdom and the United States: A Case against the United States Regime*. *Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 8, n.º 2, 2013, p. 273.

¹⁷⁹ O Autor distingue as medidas defensivas com base em vários critérios: (i) quanto ao propósito – subjetivas, que visam diretamente impedir o sucesso da oferta, e objetivas, que seguem a estratégia da sociedade, independentemente do impacto na OPA; (ii) quanto ao alcance – gerais, afetando todos os interessados na sociedade, e específicas, que impactam apenas um grupo restrito; (iii) quanto aos objetivos – diretas, que afetam diretamente os ativos desejados pelo oferente, e indiretas, que dificultam o caminho para obter o controlo; (iv) quanto à eficácia – fortes ou fracas, dependendo do impacto no êxito da oferta; (v) quanto à necessidade de aprovação – com ou sem intervenção prévia dos acionistas; (vi) quanto ao momento de implementação – preventivas, diferidas e reativas; e (vii) quanto à natureza – jurídicas ou financeiras. GUINÉ, Orlando Vogler, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Coimbra: Almedina, 2009, pp. 23-27.

¹⁸⁰ SERETAKIS, Alexandros, *Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the United Kingdom and the United States: A Case against the United States Regime*. *Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 8, n.º 2, 2013, p. 255.

¹⁸¹ As medidas defensivas podem igualmente ser classificadas como diferidas, quando são decididas antes do lançamento de uma OPA, mas os seus efeitos só se fazem sentir a partir do momento em que a oferta é formalmente lançada. GUINÉ, Orlando Vogler, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Coimbra: Almedina, 2009, p. 27.

acionados quando a tentativa hostil de tomada de controlo já está em andamento. Essas medidas são implementadas no período entre o lançamento da OPA ou do momento em que a administração foi informada sobre a oferta, e a sua conclusão.

É importante salientar que o grau de aceitação das medidas defensivas pelo legislador varia consoante a sua natureza. As medidas preventivas, adotadas antes do lançamento da OPA, são geralmente permitidas, enquanto as medidas reativas, tomadas durante o processo da oferta, são, em princípio, proibidas, salvo se forem aprovadas pela assembleia geral da sociedade. Neste contexto, as medidas preventivas tendem a ser mais eficazes na proteção da sociedade visada, uma vez que são implementadas antes do início da oferta. Já as medidas reativas, tomadas no decurso da OPA, estão sujeitas a sérias limitações.

Passaremos a analisar a seguir as principais e mais frequentes medidas de defesa contra uma OPA hostil.

3.1.1. Medidas Preventivas

Como referido anteriormente, as medidas defensivas preventivas são aquelas implementadas antes do lançamento da oferta que produzem efeitos também antes desse momento. Dentro desta categoria, há também as medidas diferidas¹⁸², que são adotadas previamente, mas cujos efeitos só se manifestam após o lançamento da oferta.

As medidas preventivas, são aprovadas pelos acionistas antes de uma oferta, e constituem, muitas vezes, disposições previstas nos estatutos da sociedade para torná-la menos vulnerável a uma OPA. Segundo a classificação apresentada por Menezes Cordeiro¹⁸³, as medidas preventivas podem ser divididas em quatro categorias: medidas

¹⁸² Jorge Brito Pereira categoriza as medidas defensivas em três tipos: estratégias preventivas, estratégias de defesa e estratégias de defesa diferida. As estratégias de defesa diferida são aquelas estabelecidas antes de uma oferta ser conhecida, mas cujos efeitos jurídicos só se fazem sentir após o lançamento de uma OPA indesejada. PEREIRA, Jorge Brito, Limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA, *in* Direito dos Valores Mobiliários, Volume II, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, p. 177.

¹⁸³ CORDEIRO, António Menezes, Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa, *in* Revista da Ordem dos Advogados, Ano 54, Vol. III, Lisboa, 1994, p. 773.

organizatórias, limitações ao direito de voto, esquemas financeiros e controlo sobre as ações.

As medidas organizatórias consistem em definir uma estrutura interna¹⁸⁴ que dificulte alterações no controlo acionista da sociedade, tornando a sociedade menos suscetível a aquisições não desejadas. As limitações ao direito de voto, por sua vez, são mecanismos como, por exemplo a imposição de um número máximo de votos por acionista, a suspensão temporária desses direitos, ou a criação de categorias de ações com direitos de voto diferenciados. Essas práticas afastam a ligação direta entre a propriedade do capital e o controlo decisório, dificultando a tentativa de uma aquisição externa destinada ao controlo.

As medidas financeiras têm como objetivo desencorajar o interesse de potenciais adquirentes, tornando o investimento menos atraente. Um exemplo seria uma cláusula estatutária que vincule o direito aos dividendos a um período mínimo de detenção das ações, impedindo o oferente de lucrar rapidamente após a aquisição. Outro exemplo seria a inclusão de elevadas compensações financeiras, como as “*golden parachutes*”, que tornam a OPA muito mais onerosa devido às indemnizações a pagar em caso de rescisão antecipada de mandatos.

Quanto ao controlo sobre as ações que compõem o capital social, este pode ser exercido através de mecanismos como o direito dos acionistas antigos de recomprar as ações adquiridas por terceiros a um preço reduzido ou a imposição de restrições à sua transmissão. Tais medidas atuam como um forte desincentivo a uma eventual tentativa de controlo externo da sociedade¹⁸⁵.

¹⁸⁴ A implementação de um sistema de eleição rotativo é um bom exemplo destas medidas. Neste sistema, ao invés de eleger a administração como um grupo único, apenas uma parte pode ser substituída, dificultando que potenciais adquirentes possam trocar toda a administração existente de uma só vez. Outro exemplo é a distribuição de lugares nos órgãos sociais com base na proporção de ações detidas pelos acionistas, estabelecendo que somente com 100% do capital social seria possível substituir integralmente os membros dos órgãos de gestão. LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *As Medidas Defensivas Contra Uma Oferta Pública de Aquisição Hostil*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, p. 62.

¹⁸⁵ CORDEIRO, António Menezes, *Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 54, Vol. III, Lisboa, 1994, p. 773.

Passaremos a analisar as principais medidas preventivas utilizadas no contexto da defesa contra uma aquisição hostil.

a) Limitações ao exercício do direito de voto

No contexto das medidas defensivas organizacionais, destacam-se as limitações estatutárias ao exercício do direito de voto, como a imposição de limites ao número máximo de votos que um acionista pode exercer, ou a suspensão desses direitos. Uma dessas medidas é conhecida como “*voting caps*”, que consiste na restrição do número de votos que um acionista pode exercer, independentemente da sua participação no capital. O artigo 384.º, n.º 2, b) do CSC prevê esta limitação, permitindo que os estatutos determinem que votos acima de um certo limite não sejam contados¹⁸⁶.

Por exemplo, se nenhum acionista puder exercer mais de 10% dos votos, um *takeover* exigiria a compra de mais de 90% das ações com direito de votos para garantir a maioria. Este mecanismo desincentiva aquisições excessivas de ações, já que o aumento na participação acionista não se traduziria num maior poder de voto, tornando a OPA menos atrativa. O adquirente, mesmo detendo a maioria das ações, não terá controlo sem formar alianças com outros acionistas¹⁸⁷.

É importante que esta limitação seja aplicada de forma igualitária a todos os acionistas, como previsto no artigo 384.º, n.º 3 do CSC, não podendo visar apenas um acionista específico. Além disso, as Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades, emitidas em 2013¹⁸⁸, sugerem que os estatutos que incluam limitações de voto sejam revistos em assembleia geral pelo menos a cada cinco anos, sem quórum agravado.

Outra medida defensiva é a emissão de ações preferenciais sem direito de voto, conforme previsto nos artigos 341.º a 344.º do CSC. Embora essas ações não confirmem direito de

¹⁸⁶ GUINÉ, Orlando Vogler, Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”, Coimbra: Almedina, 2009, p. 53.

¹⁸⁷ CORDEIRO, António Menezes, Da Tomada de Sociedades (*Takeover*): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa, in Revista da Ordem dos Advogados, Ano 54, Vol. III, Lisboa, 1994, p. 774.

¹⁸⁸ Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades (2013). Disponível em <https://www.cmvm.pt>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

voto, garantem ao titular privilégios como dividendos prioritários e reembolso preferencial em caso de liquidação da sociedade.

Este tipo de ações consegue atender aos diferentes interesses dos acionistas da sociedade. No caso dos acionistas investidores, que não têm interesse em participar ativamente na gestão da sociedade, a ausência de direito de voto é compensada com a garantia de receber dividendos prioritários e o reembolso preferencial do valor das suas ações em caso de liquidação. Já para os acionistas empresários, essas ações proporcionam o financiamento necessário sem o risco de uma alteração relevante na sua influência dentro da sociedade¹⁸⁹.

As ações preferenciais sem direito de voto protegem o grupo de controlo numa eventual OPA, ao evitar que este fique exposto às decisões de pequenos acionistas que buscam apenas maximizar o seu investimento. Assim, funcionam como uma medida defensiva preventiva, dificultando o lançamento de uma OPA ao manter o controlo da sociedade nas mãos dos principais acionistas¹⁹⁰.

Cumprido destacar, no entanto, que ambas estas limitações sobre as ações da sociedade devem observar o previsto no artigo 182.º-A, do CVM, que introduziu a *breakthrough rule* no ordenamento jurídico português.

A *breakthrough rule* estabelece que, no momento em que uma OPA é lançada sobre a sociedade visada, as restrições ao direito de voto não podem ser invocadas contra o oferente. Essas limitações, sejam decorrentes dos estatutos ou de contratos entre a sociedade e os titulares dos seus valores mobiliários, tornam-se ineficazes no contexto de uma OPA, seja ela voluntária ou obrigatória¹⁹¹.

¹⁸⁹ GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, in Boletim da Faculdade de Direito, *Stvdia Ivridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 290.

¹⁹⁰ GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, in Boletim da Faculdade de Direito, *Stvdia Ivridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 291.

¹⁹¹ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, As Medidas Defensivas Contra Uma Oferta Pública de Aquisição Hostil, in Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VII, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, pp. 73-74

Em Portugal, o legislador conferiu às sociedades a liberdade de decidir se desejam ou não incluir uma cláusula estatutária que permita a suspensão voluntária das restrições ao exercício do direito de voto e à transmissão das ações, prevalecendo, assim, o princípio da autonomia privada, permitindo que os acionistas decidam sobre a eliminação ou suspensão dessas cláusulas (artigo 182.º-A, do CVM)¹⁹².

Uma versão modificada da *breakthrough rule* está estabelecida no artigo 182.º-A, n.º 1, c) do CVM: após uma OPA, se o oferente alcançar pelo menos 75% do capital social com direito de voto, deixam de ser aplicáveis as restrições à transmissão de ações e ao exercício de direitos de voto. Além disso, direitos especiais de designação ou destituição de membros da administração da sociedade visada também deixam de poder ser exercidos.

O legislador decidiu eliminar essas restrições porque, ao atingir três quartos dos direitos de voto, o novo acionista maioritário já demonstrou um esforço financeiro considerável para adquirir a sociedade. Paralelamente, os direitos dos acionistas minoritários permanecem protegidos, mantendo-se assim um equilíbrio entre o controlo exercido pelo novo acionista e a defesa dos interesses dos minoritários¹⁹³.

Assim, podemos concluir que, as limitações ao direito de voto, seja na forma *de voting caps* ou na emissão de ações sem direito de voto, são medidas eficazes contra uma OPA hostil, devendo, no entanto, as sociedades observarem o disposto no artigo 182.º-A, n.º 1, c) do CVM.

b) Limitação à transmissão de ações

Outra medida defensiva contra uma aquisição hostil pode constituir na introdução no contrato de sociedade de cláusulas que limitam a livre transmissibilidade das ações, nos

¹⁹² SILVEIRA, Bernardo Maria Ribeiro de Almeida da, OPA e a limitação estatutária ao exercício dos direitos de voto, A Constituição do Dever de Lançamento de OPA a partir da Atribuição do direito de voto às Ações Preferenciais sem Voto e as Blindagens Estatutárias, Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2015, pp. 44-45.

¹⁹³ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 244.

termos do artigo 328.º do CSC, ou através da celebração de acordos parassociais (artigo 17, n.º 1 do CSC)¹⁹⁴.

No que diz respeito à transmissão de ações, a norma geral estabelece que estas são livremente transmissíveis, conforme o artigo 328.º, n.º 1 do CSC. Contudo, o legislador permite que os estatutos sociais possam impor restrições a essa liberdade. O artigo 328.º, n.º 2 do CSC prevê três tipos de restrições possíveis: cláusulas que exigem o consentimento da sociedade para a transferência das ações; cláusulas que conferem um direito de preferência aos outros acionistas; e cláusulas que impõem condições específicas, tanto objetivas como subjetivas, para a transferência ou para a constituição de penhor ou usufruto sobre as ações, desde que estas estejam alinhadas com o interesse social. É importante destacar que tais restrições só podem ser aplicadas às ações nominativas.

Essas cláusulas podem servir como defesas preventivas, mas sua efetividade é bastante limitada. Para que possam ser aplicadas de maneira plena, é imprescindível que o capital social da sociedade visada seja constituído integralmente por ações nominativas. Isso porque a legislação apenas autoriza a imposição de restrições à transferência de ações quando estas são nominativas.

O funcionamento destas cláusulas depara, ainda, com o obstáculo da admissão das ações à negociação em bolsa. Nos termos do artigo 204.º, n.º 1, a) do CVM, somente podem ser negociados em bolsa os valores mobiliários livremente transmissíveis.

No contexto das limitações à livre transmissibilidade das ações previstas em acordos parassociais, é importante destacar que a eficácia desses acordos se limita às partes que neles participam. Esses acordos não vinculam diretamente a sociedade, em cujo âmbito a limitação se insere. Deste modo, o descumprimento de tais acordos não afeta a sociedade,

¹⁹⁴ GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, *in* Boletim da Faculdade de Direito, *Studia Iuridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 301.

mas gera apenas o direito de compensação entre as partes envolvidas, permitindo que os prejudicados exijam uma indemnização pelos danos resultantes da violação do acordo¹⁹⁵.

Cumprе destacar, também, a regra prevista no artigo 182.º-A, n.º 1, c) do CVM, analisada acima. Ou seja, quando na sequência de uma OPA, seja atingido pelo menos 75% do capital social com direito de voto, deixa de ser aplicável ao oferente as restrições relativas à transmissão das ações.

Entendemos, portanto, que, embora permitida, a limitação à transmissão das ações tem uma eficácia bastante limitada como uma medida defensiva contra aquisições hostis.

c) Estabilidade do órgão de administração

Uma terceira medida preventiva consiste no chamado *staggered board* ou conselho de administração escalonado. Neste caso os estatutos da sociedade passam a prever a divisão dos membros do conselho de administração em três categorias, de forma que apenas uma categoria (um terço dos administradores) poderá ser eleito em assembleia geral ordinária da sociedade em cada ano. Consequentemente, um oferente que pretenda obter o controlo do conselho de administração da sociedade terá de esperar dois anos, ou seja, duas assembleias gerais ordinárias, mesmo que detenha a maioria das ações da sociedade, para que consiga eleger os seus administradores¹⁹⁶.

Neste caso, a administração funcionará como uma equipa que apenas poderá ser substituída ou ser substituída gradualmente. Portanto, mesmo que o oferente tenha adquirido capital suficiente para nomear administradores, precisará de mais tempo do que o esperado para assumir o controlo total do conselho de administração.

¹⁹⁵ GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, in Boletim da Faculdade de Direito, *Stvdia Ivridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 304.

¹⁹⁶ João Pedro Barroso do Nascimento destaca que, conforme a legislação vigente no Estado de Delaware, amplamente adotada pelas principais empresas norte-americanas cotadas em bolsa, os administradores que integram um *staggered board* só podem ser removidos por justa causa. Essa regra, contudo, pode ser modificada caso os estatutos da sociedade prevejam a possibilidade de destituição sem motivo específico. NASCIMENTO, João Pedro Barroso, Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 157.

Deve-se referir, contudo, que o escalonamento dos conselhos de administração tem sido justificado com base no fato de promover a estabilidade da administração da sociedade e o planeamento a longo prazo e de reforçar a independência dos administradores não executivos em relação aos administradores executivos¹⁹⁷.

Em Portugal, o *staggered board* não se encontra consagrado na lei. Desde que sejam cumpridas as disposições legais sobre a nomeação e destituição dos membros do conselho de administração, não há impedimento para que os estatutos de uma sociedade prevejam uma renovação parcial e escalonada do conselho. Isso permitiria a substituição gradual dos administradores, respeitando a legislação aplicável e a autonomia da sociedade¹⁹⁸.

d) *Golden Parachutes*

A medida defensiva conhecida como *golden parachutes* (paraquedas dourados) é definida como o estabelecimento de elevadas compensações em caso de cessação do mandato de um membro do órgão de administração, sem justa causa.

No âmbito de uma OPA, o oferente pretende normalmente efetuar alterações na gestão da sociedade visada e, para tal, deverá fazer cessar o vínculo que ligue a sociedade a pessoas com responsabilidade na sua gestão. Neste sentido, na existência das cláusulas *golden parachutes*, os montantes a serem pagos aos administradores destituídos sem justa causa podem constituir valores astronómicos, deixando a sociedade numa situação económica bem diferente daquela que se encontrava no momento da oferta. Assim, a uma

¹⁹⁷ SERETAKIS, Alexandros, *Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the United Kingdom and the United States: A Case against the United States Regime*. *Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 8, n.º 2, 2013, p. 256.

¹⁹⁸ De acordo com Gonçalo Macedo: “Este tipo de medidas não é, porém, válido no Direito Societário português. O princípio da livre destituição dos administradores (previsto no n.º 1 do art. 403.º do CSC) torna inválida a cláusula estatutária de designação parcial e escalonada do conselho de administração. Por outro lado, o mandato do Conselho de Administração e, consequentemente, os administradores não pode ter diferente início e/ou termo. Mais, segundo o artigo 403.º, n.º 1 do CSC, os administradores podem ser destituídos sem justa causa. Logo, ao abrigo do artigo 403.º, o acionista maioritário poderia destituir sem justa causa os administradores desde que verificados os restantes requisitos legais. Com efeito, esta medida só seria verdadeiramente eficaz se a destituição se desse apenas por força da substituição ou eleição no termo do mandato de cada administrador (...)”. MACEDO, Gonçalo Veiga, *As Defesas Anti-OPA. Aspectos do Direito Norte-Americano, da Diretiva 2004/25/CE e do Direito Português*, in *Direito Privado e Direito Comunitário Alguns Ensaio* (obra coletiva), Lisboa: Âncora Editora, 2007, p. 290.

vez que a substituição dos membros da administração passará a ser muito onerosa para a sociedade, o oferente poderá deixar de ter interesse em concluir a OPA.

Os paraquedas dourados são, portanto, disposições contratuais que garantem aos executivos-chave um pagamento significativo em dinheiro ou benefícios em ações no caso de uma mudança no controlo da sociedade. Estas disposições contratuais destinam-se a garantir que os administradores relevantes permaneçam na sociedade, mesmo perante a incerteza e a instabilidade resultantes de uma situação de aquisição hostil¹⁹⁹.

As cláusulas *golden parachute* são acordos que garantem uma compensação financeira significativa a executivos-chave no caso de serem dispensados ou demitidos após uma mudança no controlo da sociedade. O valor dessa compensação geralmente é calculado com base no salário anual do executivo ou no tempo em que ele atuou na empresa²⁰⁰.

Esses acordos têm sido alvo de críticas na doutrina americana, especialmente no que toca à possível violação dos deveres fiduciários dos administradores, uma vez que tais cláusulas podem ser estabelecidas sem a aprovação dos acionistas. Isso levanta questionamentos sobre se os gestores estão a agir em benefício próprio, em vez de protegerem os interesses da sociedade e dos seus acionistas. No entanto, a adoção de paraquedas dourado está normalmente sujeita a razoabilidade da própria administração, que a maioria dos tribunais avalia de acordo com a *business judgment rule*. Os tribunais avaliam o montante da compensação estabelecida; a aprovação desinteressada do administrador; e os fatores que desencadeiam os paraquedas dourados, tais como uma mudança de controlo, rescisão ou uma mudança de funções. Regra geral, desde que não se verifique qualquer conflito de interesses, os paraquedas dourados serão considerados válidos.

No entanto, a eficácia dos paraquedas dourados como tática defensiva é, no entanto, discutível, uma vez que os paraquedas dourados representam geralmente uma pequena

¹⁹⁹ Block, Dennis J., *Defensive Measures in Anticipation of and in Response to Unsolicited Takeover Proposals*, *University of Miami Law Review*, vol. 51, n.º 3, 1997, p. 657.

²⁰⁰ GAUGHAN, Patrick A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. 5 ed., New Jersey: John Wiley & Sons, 2011, p. 489.

fração do montante total em dólares que um proponente gastará na aquisição de uma sociedade visada e uma fração ainda menor do valor da sociedade visada. Assim, quanto maior representar o montante a ser pago a título de compensação para os administradores destituídos, mas eficaz será a medida.

Raúl Ventura questiona a legitimidade das compensações por cessação de funções dos administradores, enquanto Teixeira Garcia defende que essas indenizações são aceitáveis, desde que os valores sejam proporcionais à perda do cargo e não sirvam para limitar a assembleia geral de destituir os administradores livremente. Ou seja, os administradores têm o direito de receber uma compensação justa, considerando que podem ser afastados sem justa causa em qualquer momento pela assembleia geral. Contudo, essa compensação deve aplicar-se a qualquer destituição sem justa causa, e não apenas quando a saída for consequência de uma oferta pública de aquisição, para evitar situações que favoreçam indevidamente os administradores.

Cumprе destacar também, a limitação imposta pelo artigo 403.º, n.º 5 do CSC, que prevê que “se a destituição não se fundar em justa causa o administrador tem direito a indemnização pelos danos sofridos, pelo modo estipulado no contrato com ele celebrado ou nos termos gerais de direito, sem que a indemnização possa exceder o montante das remunerações que presumivelmente receberia até ao final do período para que foi eleito.”

Nesse contexto, Jorge Manuel Coutinho de Abreu²⁰¹ defende que, mesmo quando é convencionado uma cláusula *golden parachute*, o montante da indemnização não poderá ultrapassar o valor das remunerações que o destituído teria direito a receber até o final do mandato para o qual foi eleito. Por outro lado, Paulo Olavo Cunha defende a legitimidade das cláusulas *golden parachute*, mesmo quando estas ultrapassam o limite estabelecido pelo artigo 430.º, n.º 5, com base no princípio da autonomia privada. Para este autor, desde que essas cláusulas sejam negociadas ou, pelo menos, aceites pelos acionistas sem que existam dúvidas quanto à sua interpretação, elas são válidas. Paulo Olavo Cunha interpreta estas cláusulas como uma “compensação combinada”, que não está sujeita às

²⁰¹ ABREU, Jorge Manuel Coutinho (coord.), Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Volume VI, Coimbra: Almedina, 2013, p. 471.

limitações do artigo 430.º, n.º 5 do CSC, mas sim enquadrada nos artigos 405.º e 406.º do CC, reforçando o caráter contratual e consensual entre as partes²⁰².

Neste âmbito cumpre ressaltar o disposto nas Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades, emitidas em 2013, que sugerem que, em situações de mudança de controlo ou de alterações no conselho de administração, não devem ser implementadas medidas que imponham à sociedade a responsabilidade de efetuar pagamentos ou assumir encargos. O objetivo é evitar que essas medidas limitem a livre transferência de ações ou interfiram na capacidade dos acionistas de avaliar o desempenho dos administradores de forma independente. Busca-se garantir que mudanças na gestão ou controlo da empresa ocorram de forma transparente e sem imposições financeiras desnecessárias²⁰³.

Por fim, concluímos que desde que a compensação estabelecida na cláusula em questão não seja excessivamente alta, de forma a prejudicar a livre destituição dos administradores pela assembleia geral, tal como previsto no artigo 403.º, n.º 1 do CSC, as *golden parachutes* poderão ser adotadas como defesa preventiva contra aquisições hostis.

3.1.2. Medidas Reativas

As medidas de defesa reativas são aquelas adotadas após o lançamento da OPA hostil sobre a sociedade visada. Estas medidas são utilizadas como resposta direta à oferta lançada e à natureza agressiva e hostil da estratégia do oferente. Ao contrário das medidas preventivas, que estão mais relacionadas com medidas proativas, as medidas reativas envolvem táticas destinadas a eliminar os elementos de interesse dos oferentes²⁰⁴. Em resumo, a administração da sociedade visada, ao adotar medidas reativas, tem dois objetivos: dificultar a atratividade da sociedade para o oferente e, simultaneamente,

²⁰² CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 6ª edição Coimbra: Almedina, 2016, p. 755.

²⁰³ Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades (2013). Disponível em <https://www.cmvm.pt>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

²⁰⁴ KLANČNIK, Dora, *Effectiveness of Poison Pills in European and International Law*, *EU Law Working Papers* n.º 52, *Stanford-Vienna Transatlantic Technology Law Forum*, 2021, p. 11.

demonstrar aos acionistas que a oferta não é vantajosa, apresentando-lhes uma alternativa mais favorável²⁰⁵.

Conforme analisado, o legislador optou por limitar as medidas defensivas que podem ser implementadas após o lançamento de uma OPA, visando proteger os interesses dos acionistas, permitindo-lhes vender livremente as suas ações e obter mais-valias. No entanto, isso não implica que as medidas reativas estejam proibidas; significa apenas que os poderes da administração são reduzidos à gestão corrente da sociedade. Em muitos casos, o conselho de administração precisará obter a aprovação da assembleia geral para adotar tais medidas defensivas²⁰⁶. Passaremos a analisá-las.

a) *White Knight*

A medida de defesa conhecida como *white knight* ou cavaleiro branco²⁰⁷ consiste na procura, pela sociedade visada, de um adquirente “amigo” para que este terceiro inicie negociações para a aquisição da sociedade, competindo com o oferente hostil e, e, em última instância, maximizando o valor dos acionistas através da criação de um concurso entre ofertas, uma vez que esta nova oferta concorrente exige um aumento da contrapartida.

Ou seja, os cavaleiros brancos²⁰⁸ são indivíduos ou sociedades amigáveis à administração ou aos acionistas da sociedade visada que comprarão um bloco significativo de ação com o objetivo de frustrar a OPA lançada inicialmente. Como alternativa, podem lançar uma

²⁰⁵ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 149.

²⁰⁶ VAZ, João Cunha, A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração, Coimbra: Almedina, 2013, p. 149.

²⁰⁷ Os “cavaleiros brancos” receberam esta denominação em razão da sua boa relação com a sociedade visada. Estes indivíduos são vistos como “salvadores” da sociedade, uma vez que defendem a sociedade de ameaças externas, permitindo que a gestão atual permaneça no controlo e que os investidores recebam uma compensação mais elevada pelas suas ações. RIYAZ, Jeezan, *Anti-Takeover Provisions and Failed Acquisitions*, *International Journal of Law Management & Humanities*, Vol. 3, 2020, p. 1203.

²⁰⁸ “Se nem a sociedade visada nem os seus acionistas dominantes dispõem de meios financeiros bastantes para efetuarem compras de ações de ofertas, a ajuda pode vir de um terceiro, apelidado de cavaleiro branco, por oposição ao cavaleiro negro que é o oferente”. VENTURA, Raúl, *Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários in Estudos vários sobre Sociedades Anónimas: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Reimpressão da Edição de 1992, Coimbra: Almedina, 2003, p. 315.

OPA concorrente,²⁰⁹ por forma a adquirir o controlo da sociedade e, simultaneamente, impedir que a OPA hostil lançada inicialmente tenha sucesso²¹⁰.

O objetivo dessa estratégia é impedir que um oferente hostil assuma o controle da sociedade, substituindo-o por um terceiro aliado, o chamado “cavaleiro branco”. Esse terceiro, amigável à administração e/ou a um certo grupo de acionistas, forma uma aliança estratégica com a sociedade visada, neutralizando a tentativa de aquisição hostil. Dessa forma, a estratégia não apenas protege a sociedade, mas também garante que o controlo seja transferido para um terceiro que esteja alinhado com os interesses da administração e dos acionistas²¹¹.

A vantagem para os administradores da sociedade visada em procurar um cavaleiro branco bastante clara: muitas vezes, os cavaleiros brancos prometem manter os postos de trabalho dos atuais administradores e, além disso, impedir a venda de certos ativos importantes da sociedade²¹². Do mesmo modo, um cavaleiro branco realizará a aquisição em condições mais favoráveis do que os outros oferentes, aumentando, portanto, o valor para os acionistas²¹³.

Um *white knight* pode, em certos casos, acabar por se tornar o verdadeiro agressor, assumindo a posição de hostilidade – *black knight*. Apesar disso, buscar um *white knight* continua a ser uma estratégia positiva para a sociedade e os seus acionistas, visto que o

²⁰⁹ Sobre a OPA concorrente: FERREIRA, Manuel Requicha, Opa Concorrente, *in* Direito dos Valores Mobiliários, Vol. X, AA. VV. - Instituto dos Valores Mobiliários, 1ª Edição, 2011, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 138 e ss.

²¹⁰ Ao adotar essa medida defensiva, o conselho de administração ou os próprios acionistas procuram alternativas à oferta hostil original. Eles podem identificar um terceiro interessado em lançar uma OPA concorrente ou até encontrar um parceiro disposto a realizar uma fusão, o que inviabilizaria as intenções do oferente. GUINÉ, Orlando Vogler, Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”, Coimbra: Almedina, 2009, p. 31.

²¹¹ SILVA, Laís Leite, Medidas de Defesa Contra a Tomada de Controle Hostil de Companhias Abertas, *in* Revista do Curso de Direito Strong, n.º 2/2021, p. 26.

²¹² Um exemplo de adoção da medida *White Knight* ocorreu na tentativa de aquisição da Gucci pela Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH). Para defender-se da tentativa de aquisição, a Gucci recorreu ao grupo Pinault-Printemps-Rédoute, que atuou como *white knight* e apresentou uma oferta concorrente e acabou por assumir o controlo da sociedade, bloqueando a oferta da LVMH. NASCIMENTO, João Pedro Barroso, Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 167.

²¹³ REDMOND, James, *A Comparative Assessment of the Law Relating to Hostile Takeovers in the US and EU*, *King's Inns Law Review*, vol. 10, 2021, p. 107.

objetivo principal é proteger os interesses destes, e não os do conselho de administração. Dessa forma, mesmo que o *white knight* se transforme em um *black knight*, os acionistas podem ainda beneficiar de uma oferta mais favorável²¹⁴.

Adicionalmente, ressaltamos que a busca pelo conselho de administração por uma oferta concorrente como medida defensiva contra uma OPA, é válida no ordenamento jurídico português, nos termos do disposto no artigo 182.º, n.º 3, alínea c). A proteção dos acionistas minoritários, que está no cerne das limitações à adoção de medidas defensivas após o lançamento da OPA, exige que o conselho de administração seja sempre capaz de tomar medidas que maximizem o valor para os seus acionistas.

Neste sentido, a procura de ofertas concorrentes não priva os acionistas de decidirem sobre o mérito de uma oferta, mas sim permite-lhes decidir sobre o valor de mais do que uma oferta, possibilitando assim a maximização dos seus ganhos, uma vez que, nos termos da lei portuguesa, a oferta concorrente deve seguir determinados parâmetros e aumentar a contrapartida a ser paga pela aquisição da sociedade.

Nos termos do artigo 185.º, n.º 1 do CVM, o lançamento da OPA concorrente deverá recair sobre os valores mobiliários da mesma categoria que a primeira OPA lançada pelo oferente hostil. Além disso, a OPA concorrente deve abranger uma quantidade de valores mobiliários que seja, no mínimo, igual à da oferta inicial (artigo 185º, n.º 3, b) do CVM) e deverá ser mais favorável do que a oferta inicialmente lançada – neste caso, deverá superar a oferta inicial em pelo menos 2% do seu valor (artigo 185º, n.º 3, a) do CVM).

Assim, a procura de um cavaleiro branco pelo órgão de administração da sociedade visada, sem o consentimento prévio da assembleia geral, é permitida ao abrigo da lei portuguesa, desde que todas as ações realizadas respeitem: (i) os deveres de lealdade e boa-fé descritos no Capítulo anterior, nomeadamente o de não discriminar oferentes concorrentes através da divulgação a um potencial cavaleiro branco de informação

²¹⁴ MUCCIARELLI, Federico M., *White Knights and Black Knights: does the Search for competitive bids always benefit the shareholders of 'target' companies?*, 2006, pp. 9 e ss. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=910220. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

societária valiosa não disponível a outros; e (ii) a confidencialidade na preparação da oferta concorrente prevista no artigo 174.º do CVM.

b) *Pac-Man Defense*

A defesa *Pac-man*²¹⁵ ou contra-OPA consiste no lançamento de uma OPA pela sociedade visada sobre o próprio oferente. Esta medida tem como objetivo frustrar o sucesso da OPA inicial (lançada pelo oferente) em razão do sucesso da OPA lançada pela sociedade visada.

A eficácia dessa estratégia reside no fato de que, ao tentar se proteger de uma contra-OPA, o oferente é forçado a redirecionar recursos que seriam originalmente usados na oferta inicial. Isso pode limitar significativamente a sua capacidade de realizar ajustes ou revisões que venham a ser necessários, diminuindo a flexibilidade financeira e, possivelmente, comprometendo o sucesso da oferta²¹⁶. A incerteza criada por essa contra-OPA pode também desincentivar os investidores e acionistas da sociedade oferente, dificultando o sucesso da aquisição.

Um dos exemplos mais emblemáticos dessa medida defensiva ocorreu no início dos anos 1980, quando a Bendix Corporation tentou adquirir a Martin Marietta Corporation, uma empresa aeroespacial americana. Em resposta à oferta hostil da Bendix, a Martin Marietta lançou uma contra-OPA para adquirir a própria Bendix²¹⁷. Eventualmente, essa guerra de aquisições levou ambas as empresas a negociações de venda a um terceiro, a Bendix acabou sendo adquirida pela Allied Corporation²¹⁸.

²¹⁵ Esta designação tem origem no famoso jogo de arcade “*pac-man*” em que o personagem principal é perseguido por quatro inimigos que o tentam “comer”. O objetivo do jogo é justamente comer os adversários antes de ser “comido” por estes. GUINÉ, Orlando Vogler, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Coimbra: Almedina, 2009, p. 38.

²¹⁶ GARCIA, Augusto Teixeira, *OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico*, in *Boletim da Faculdade de Direito, Studia Iuridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 310.

²¹⁷ *U.S. District Court – District of Maryland. Martin Marietta Corp. v. Bendix Corp.*, 549 F. Supp. 623 (D. Md. 1982). Acórdão do Tribunal, de 22 de setembro de 1982.

²¹⁸ A Allied Corporation concordou em realizar uma fusão com a Bendix, através da aquisição do bloco de ações detidas pela Martin Marietta na Bendix, juntamente com as ações da Bendix que não tinham sido alvo de oferta. Para pagar o bloco de ações detidos pela Marietta, a Allied abdicou de parte do bloco de ações detidas pela Bendix na Marietta; a Allied manteve uma participação de 39% na Marietta, mas concordou em exercer o seu direito de voto de acordo com as instruções do conselho de administração da

No entanto, o caso *Martin Marietta Corp. v. Bendix. Corp* deixou evidente o alto custo de adotar a contra-OPA como medida defensiva. Esta medida pode criar instabilidade no mercado, afastando investidores e gerando incertezas em relação ao futuro das sociedades envolvidas. A percepção de que ambas as sociedades estão envolvidas em uma “guerra” de aquisições pode resultar uma desvalorização das ações e na perda de confiança por parte de acionistas e credores²¹⁹.

Em relação à aplicabilidade desta medida nos termos da legislação portuguesa, não existe disposição no CSC ou no CVM que impeça a contra-OPA. Esta medida é, no entanto, lançada apenas quando a sociedade oferente apresenta ser vulnerável a uma OPA, razão pela qual esta medida é pouco utilizada. Uma sociedade vulnerável a uma OPA não estaria em posição de lançar uma OPA, sob pena de ver “o feitiço virar-se contra o feiticeiro.”²²⁰ Portanto, para que a defesa *pac-man* tenha sucesso, na prática, é necessário que a sociedade visada disponha de recursos financeiros suficientes para poder lançar a contra-OPA sobre o oferente e suportar os encargos daí resultantes.

Importante ressaltar que a adoção desta medida defensiva deve ser previamente autorizada em assembleia geral, nos termos da alínea b) do n.º 3 do artigo 182.º do CVM, uma vez que não se trata de um ato de gestão corrente do conselho de administração, mas sim de um ato suscetível de alterar a situação patrimonial da sociedade visada, nos termos artigo 182.º, n.º 1 e 2 do CVM.

Robert Bruner exemplifica que um dos inconvenientes dessa medida defensiva está relacionada com o fato de que, eventualmente, a sociedade visada e o oferente inicial podem adquirir ao mesmo tempo o controlo um do outro, criando um impasse prático na gestão dos direitos de voto²²¹.

Marietta. DEMOTT, Deborah A., *Pac-Man Tender Offers*, *Duke Law Journal*, vol. 1983, n.º 1, 1983, p. 131.

²¹⁹ DEMOTT, Deborah A., *Pac-Man Tender Offers*, *Duke Law Journal*, vol. 1983, n.º 1, 1983, p. 131.

²²⁰ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *As Medidas Defensivas Contra Uma Oferta Pública de Aquisição Hostil*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, p. 65.

²²¹ BRUNER, Robert. F., *Applied Mergers and Acquisitions*, New Jersey: Wiley, 2004, p. 846.

Em Portugal, considerando que o legislador limita as situações de participações recíprocas, a admissibilidade dessa medida defensiva pode ser questionada, ainda que a sua adoção tenha sido autorizada em assembleia geral. Caso ambas as ofertas tenham sucesso criar-se-ia, entre o oferente e a sociedade visada, uma relação de participação recíproca²²². Assim, a adoção dessa medida em Portugal seria uma verdadeira corrida contra o tempo entre as duas sociedades para confirmar quem conseguirá obter primeiro o controlo da outra.

c) *Crown Jewel Defense*

A defesa denominada *crown jewels* é uma das estratégias mais radicais adotadas pelas sociedades para protegerem-se de OPAs hostis. A lógica dessa estratégia é transferir ou conceder a terceiros a opção de adquirir os principais ativos da sociedade, frequentemente chamados de “joias da coroa”, com o intuito de reduzir o interesse do oferente na aquisição da sociedade.

A defesa *crown jewels* é particularmente eficaz em situações em que o oferente busca especificamente apropriar-se de um ativo estratégico da sociedade visada. Ao alienar esse ativo para um terceiro ou reestruturar a sociedade de maneira a tornar tal aquisição impossível ou economicamente inviável, a sociedade visada consegue frustrar os planos do potencial comprador.

A sociedade pode vender os seus ativos a um terceiro ou a um *white-knight*. Este último, sendo uma sociedade amiga, dá a opção à sociedade visada de adquirir de volta os seus ativos a um preço previamente acordado, quando já não existir ameaça de aquisição hostil. No entanto, a sociedade visada deverá assegurar-se de que conseguirá comprar os seus ativos de volta. Neste caso, deverão ser redigidos acordos pormenorizados que estabeleçam as condições de venda e o seu preço de reaquisição²²³.

²²² GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, in Boletim da Faculdade de Direito, *Studia Iuridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 310.

²²³ TACHMATZIDI, Isidora, *Takeover Defenses in the United Kingdom*, in *International Journal of Economics and Business Administration Volume VI, Issue 4, 2018, p. 108*.

No entanto, cumpre ressaltar que o incremento na liquidez em consequência da alienação das joias da coroa pode também ser um atrativo para outros oferentes, correndo, assim, o risco de serem lançadas outras OPAs sobre a sociedade²²⁴.

Neste contexto, ressaltamos o lançamento de uma OPA hostil pela americana Kraft Foods Inc. sobre a sociedade britânica Cadbury PLC²²⁵, empresa fabricante de produtos de confeitaria. O conselho de administração da Cadbury opôs-se veemente à oferta, argumentando que a aquisição prejudicaria a imagem da empresa e a sua identidade cultural.

Nesse sentido, a Cadbury decidiu alienar um dos seus ativos mais valiosos, a marca de pastilhas elásticas Trident. Tendo conhecimento que a marca Trident era uma das principais razões pelas quais a Kraft pretendia adquirir a Cadbury, o conselho de administração da sociedade britânica considerou a possibilidade de vender a marca de pastilhas, numa tentativa de reduzir o interesse da Kraft na aquisição.

Ao identificar a estratégia da Cadbury, a Kraft melhorou a sua oferta, aumentando o preço a ser pago pelas ações, e, finalmente, conseguiu concretizar a aquisição da Cadbury. Embora não tenha sido efetivada a venda da *crown jewel* da sociedade, a simples ameaça da venda dos ativos foi suficiente para que a Kraft elevasse significativamente a sua oferta, beneficiando, assim, os acionistas da Cadbury.

Destacamos, ainda, a OPA lançada sobre o BPI, na qual o conselho de administração solicitou, ao abrigo da alínea b) do n.º 3 do artigo 182.º do CVM, autorização à assembleia geral para vender as ações do BCP que detinha, direta ou indiretamente, através da sociedade BPI Vida Companhia de Seguros de Vida, S.A. A venda dessas ações poderia ter várias consequências para o BCP, como a entrada de um acionista hostil à

²²⁴ GUINÉ, Orlando Vogler, Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”, Coimbra: Almedina, 2009, p. 35.

²²⁵ MOELLER, Scott, *Case Study: Kraft’s takeover of Cadbury*. Disponível em <https://www.ft.com/content/1cb06d30-332f-11e1-a51e-00144feabdc0>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

administração ou aos restantes acionistas, ou ainda uma queda na cotação das ações, caso as mesmas fossem vendidas em grande escala no mercado²²⁶.

Em Portugal, tal como afirma Teixeira Garcia²²⁷, a adoção dessa medida pelo conselho de administração da sociedade visada, quando tomada no verdadeiro e efetivo interesse da sociedade, será considerada válida, desde que tenha sido adotada em momento anterior ao conhecimento pelo conselho do lançamento da OPA. Caso contrário, deverá ser autorizada em assembleia geral, exclusivamente convocada para o efeito, nos termos da alínea b) do n.º 3 do artigo 182.º, n.º 3 do CVM, uma vez que a venda dos ativos irá gerar uma alteração relevante no patrimônio da sociedade visada.

d) *Litigation*

Uma das medidas reativas mais comuns adotadas pelo órgão de administração de uma sociedade visada é a litigância tática. O recurso a processos judiciais e administrativos de alguma forma relacionados com o oferente ou com a aquisição é de tal forma utilizado que muitos autores o referem como uma prática quase habitual.

O recurso à litigância tática consiste em a sociedade visada ou qualquer terceiro em seu nome impugnar, judicial ou administrativamente, os atos ou omissões do oferente ou as decisões tomadas pelas autoridades administrativas, por alegada violação formal ou material da legislação aplicável, como a legislação em matéria de direito da concorrência ou os regulamentos relativos aos valores mobiliários. Assim, criam-se oportunidades para contestar a oferta perante a entidade de supervisão, a CMVM, ou os tribunais.

O objetivo do litígio pode ser obter uma providência cautelar (definitiva ou provisória) que impeça o oferente de prosseguir com a sua oferta ou, simplesmente, ganhar algum tempo extra para permitir que outros potenciais oferentes lancem as suas ofertas concorrentes. Neste último caso, a medida é adotada sem qualquer fundamento jurídico, mas apenas para dar ao conselho de administração tempo suficiente para adotar outras

²²⁶ GUINÉ, Orlando Vogler, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Coimbra: Almedina, 2009, p. 35.

²²⁷ GARCIA, Augusto Teixeira, *OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico*, in *Boletim da Faculdade de Direito, Studia Iuridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, p. 307.

medidas defensivas ou para incentivar o oferente a melhorar a sua oferta pela sociedade²²⁸.

Além disso, uma vez que o recurso aos tribunais e órgãos administrativos podem provocar custos adicionais significativos para o oferente, este pode desistir da oferta de forma a evitar estes gastos. Assim, a litigância frustraria totalmente a oferta lançada.

O recurso aos processos judiciais é uma das medidas defensivas mais comum contra as OPAs hostis nos Estados Unidos da América. John Armour e David Skeel²²⁹ apresentam dados que demonstram que, entre 1990 e 2005, 33,9% de todas as ofertas hostis foram objeto de litígio²³⁰.

A adoção da litigância como medida defensiva consiste, como acima descrito, na instauração de processos judiciais ou na abertura em processos administrativos com o objetivo de impugnar os atos, omissões ou decisões tomadas pelo oferente ou pelas autoridades administrativas - reguladores específicos do mercado como a CMVM ou a Autoridade da Concorrência - e obter providências cautelares ou outro tipo de decisões que possam impedir ou atrasar a conclusão da oferta.

De acordo com a Constituição da República Portuguesa, todos os indivíduos ou entidades têm o direito de participar nos procedimentos administrativos em que se discutam matérias que lhes digam diretamente respeito e de recorrer judicialmente sempre que estejam em causa os seus direitos (artigos 20.º e 268.º da Constituição da República Portuguesa).

Nos termos do artigo 405º, n.º 2 do CSC, o poder de representar a sociedade em (e de participar e instaurar) tais processos pertence exclusivamente ao órgão de administração

²²⁸ RUBACK, Richard S., *An overview of takeover defenses, in Mergers and Acquisitions, edited by A.J. Auerback*, Chicago: University of Chicago Press, 1988, p. 64.

²²⁹ ARMOUR, John, SKEEL Jr., David A., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and U.K. Takeover Regulation, All Faculty Scholarship*, 2007. Disponível em https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/687. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

²³⁰ SERETAKIS, Alexandros, *Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the United Kingdom and the United States: A Case against the United States Regime. Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 8, n.º 2, 2013, p. 258.

da sociedade. Assim, salvo disposição expressa em contrário, não é necessária qualquer autorização ou ratificação prévia da assembleia geral para que a administração da sociedade visada inicie ou participe em tais processos.

Entendemos que os deveres previstos nos artigos 181º e 182º do CVM não impedem a administração da sociedade visada de iniciar ou intervir em tais processos, nomeadamente, não carecendo de autorização prévia da assembleia geral da sociedade visada, pelas seguintes razões:

A litigância através da impugnação dos atos do oferente e das autoridades serve sobretudo – caso contrário seria ilegítima – os interesses da sociedade visada e dos seus acionistas. Uma vez que o dever de lealdade não tem por escopo fazer prevalecer o interesse do oferente face ao interesse da sociedade visada e dos seus acionistas, o órgão de administração da sociedade visada não está impedido de intervir ou de instaurar um processo destinado a proteger esse interesse da sociedade visada e dos respectivos acionistas. As ações instauradas pela sociedade visada visam a proteção e defesa dos seus direitos e interesses legalmente protegidos.

O dever de lealdade para com o oferente (art. 181º, n.º 2, d) do CVM) não é violado, uma vez que os procedimentos e instrumentos utilizados pela sociedade visada são legalmente permitidos e regulados pelas normas processuais (administrativas ou civis, consoante o caso), de tal forma e com garantias, que protegem o oferente de uma eventual utilização desleal do processo.

A aplicabilidade das regras do abuso de direito constitui uma garantia específica e suficiente para o oferente, sendo desnecessária a tentativa de extrair os mesmos efeitos da violação do dever de lealdade. A avaliação do litígio deve ser feita à luz das regras processuais específicas, sem necessidade de uma proibir previamente a sua instauração em razão do previsto nos artigos 181º e 182º do CVM.

A litigância não constitui uma medida ilegais, tal como definidas no artigo 182.º do CVM, na medida em que não estão preenchidas várias condições previstas neste artigo. Apesar

do eventualmente de frustrar a oferta, o litígio não afeta materialmente a situação financeira da sociedade visada nem pode ser visto como um ato de gestão anormal da empresa. De fato, os litígios são, na perspectiva da sociedade visada, meros atos negativos que, uma vez concluídos, não terão efeitos significativos sobre ela. Desde que as providências cautelares que suspendam ou paralise a oferta não provoquem qualquer alteração ao nível da sociedade visada, não se verificará qualquer impacto financeiro relevante. Tal modificação seria causada pela conclusão da oferta e não pela sua interrupção ou suspensão. Além disso, a instauração e a participação em processos judiciais ou administrativos devem ser consideradas como atos normais da atividade empresarial. Esta é a razão pela qual o CSC atribuiu ao conselho de administração os poderes para os realizar.

A celeridade exigida em várias situações (por exemplo, as provisões cautelares ou os leilões de curta duração no âmbito de processos administrativos) não seria compatível com todas as etapas processuais necessárias para convocar e organizar uma assembleia geral.

Por fim, a necessidade de autorização prévia da assembleia geral para que o órgão de administração da sociedade visada instaure ou participe num processo restringiria excessivamente o exercício dos direitos constitucionais de recurso aos tribunais e de participação em processos administrativos.

Em suma, pode concluir-se que o recurso ao contencioso é uma medida da competência do órgão de administração da sociedade visada que, em algumas situações, constitui não só um direito como também um dever desse órgão cujo exercício não depende de autorização da assembleia geral.

4. AS POISON PILLS

No cenário contemporâneo de fusões e aquisições empresariais, a *poison pill* ou “*shareholder rights plan*” surge como uma das mais polêmicas e complexas²³¹ medidas defensivas adotadas por sociedades que desejam se proteger contra OPAs hostis. Originalmente desenvolvida nos Estados Unidos da América, a *poison pill* foi criada como uma resposta direta ao aumento das tentativas de aquisição hostis, oferecendo às sociedades visadas um mecanismo eficaz para dissuadir potenciais oferentes e preservar sua independência corporativa.

Este Capítulo tem como objetivo explorar a evolução e a aplicação das *poison pills*, iniciando-se com a análise de sua origem no direito norte-americano. Abordaremos os principais casos judiciais que moldaram a jurisprudência e a prática empresarial relacionada a essa medida, bem como as diferentes categorias de *poison pills* que foram desenvolvidas ao longo do tempo, cada uma com características e objetivos específicos.

Em seguida, o estudo se concentrará nas chamadas “*brazilian poison pills*”, uma adaptação particular desse mecanismo no contexto brasileiro, que apresenta nuances e peculiaridades em relação ao modelo original norte-americano. A análise desta variante permitirá uma compreensão mais ampla sobre como diferentes jurisdições têm interpretado e adaptado as *poison pills* às suas próprias realidades econômicas e jurídicas.

Por fim, será abordada a admissibilidade das *poison pills* no ordenamento jurídico português e no contexto da União Europeia. Essa análise será fundamental para compreender as limitações e possibilidades de implementação desse mecanismo defensivo em países europeus, tendo em vista as especificidades legais e regulatórias que caracterizam esses sistemas jurídicos.

²³¹ Como argumenta Robert F. Bruner, as *poison pills* são “*arguably the most significant corporate financial innovation ... and certainly the most controversial*”. BRUNER, Robert F., *The Poison Pill Anti-takeover defense: The Price of Strategic Deterrence*, 1991, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2012, p. 633.

Através deste estudo, busca-se oferecer uma visão abrangente sobre as *poison pills*, desde sua concepção e desenvolvimento nos Estados Unidos da América até suas adaptações e a possível aplicação no cenário jurídico europeu.

As *poison pills* consistem na criação de títulos com direitos especiais que se tornam efetivos no momento em que é lançada uma OPA ou quando se tomar conhecimento de que um terceiro já adquiriu uma percentagem relevante de ações da sociedade. Esses direitos são acionados quando a participação acionária do oferente excede um limite específico pré-determinado.

Esta medida torna a OPA mais onerosa, fazendo com que a sociedade fique menos desejável a possíveis oferentes, uma vez que ameaça diluir o valor das ações²³² e obriga o oferente a utilizar os fundos da própria sociedade adquirida para pagar quantias elevadas aos demais acionistas. Como observa John Lowry, “*the most poisonous feature of any pill plan is dilution.*”²³³

Numa típica *poison pill*, a sociedade visada emite direitos aos acionistas (excluindo o oferente), permitindo-lhes adquirir ações da própria sociedade a um preço inferior ao valor de mercado (*flip-in*) ou ações da sociedade oferente a um preço reduzido após a aquisição ou tomada de controlo (*flip-over*)²³⁴. Tratam-se, assim, de planos de direitos atribuídos aos acionistas, cujo principal objetivo é diluir a participação acionária do oferente após a aquisição do controlo da sociedade visada²³⁵.

²³² Por exemplo, numa sociedade com 10.000 ações, em que uma *poison pill* é ativada com a aquisição de 15% do capital social, quando alguém adquire 1.500 ações, a sociedade emite mais 8.500 ações a um preço equivalente a metade do valor de aquisição daquelas ações, que apenas poderão ser adquiridas pelos demais acionistas, diluindo consideravelmente o valor da posição do oferente. LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, As Medidas Defensivas Contra Uma Oferta Pública de Aquisição Hostil, in Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VII, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, p. 63.

²³³ LOWRY, John P., *Poison Pills in US. Corporations -A Re-Examination*, *Journal of Business Law*, 337-340, 1992.

²³⁴ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, As Medidas Defensivas Contra Uma Oferta Pública de Aquisição Hostil, in Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VII, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, p. 63

²³⁵ Na modalidade *flip-in*, a participação acionária do oferente na sociedade visada é diluída. Já na modalidade *flip-over*, são os acionistas do oferente que têm a sua participação acionária diluída.

As *poison pills* funcionam da seguinte forma: se um acionista ativar a *poison pill* de uma sociedade adquirindo ações que excedam uma certa percentagem do capital social da sociedade (geralmente, o limiar estabelecido de ativação da *poison pill* é a detenção de 10% ou 15% do capital social da sociedade²³⁶), todos os outros acionistas da sociedade terão o direito de comprar ações adicionais com um desconto significativo. Uma vez que o próprio acionista que ativou a *poison pill* não está autorizado a comprar quaisquer ações com desconto, a participação do referido acionista será significativamente diluída quando os outros acionistas comprarem as suas ações com desconto. A mera ameaça deste tipo de diluição funciona como um forte impedimento, desestimulando os acionistas a ultrapassar o limiar que aciona a *poison pill*²³⁷.

Esta medida é adotada pelo conselho de administração da sociedade²³⁸, sem necessidade de voto dos acionistas, cabendo, por regra, exclusivamente aos administradores a sua alteração ou eliminação. Dessa forma, o oferente ver-se-á obrigado a negociar diretamente com o conselho de administração da sociedade visada de forma a concluir a aquisição através da OPA. Assim, a adoção da *poison pill* pelo conselho de administração garante que esse órgão tenha uma maior capacidade de negociação, num período suficiente de tempo (mais do que os 20 dias úteis previstos no *Williams Act*), podendo, assim, considerar cuidadosamente a oferta e tomar a decisão quanto a OPA de forma informada²³⁹.

²³⁶ ZWECKER, Andrew, *The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation But Still No Harmonization among Member States on Acceptable Takeover Defenses*, *Tulane Journal of International and Comparative Law*, vol. 21, n.º 1, 2012, p. 238.

²³⁷ AQUILA, Francis J., SAWYER, Melissa, *Poison Pills Find New Life as “Raider-like” Activism is on the Rise*, *Business Law Today*, vol. 2014, n.º 9, 2014, p. 1.

²³⁸ A *poison pill* é implementada de forma simples e sem necessidade de aprovação dos acionistas. Normalmente, o conselho de administração da sociedade “declara um dividendo sob a forma de direitos de compra de ações e celebra um acordo com um agente responsável pela gestão desses direitos.” Estes direitos ficam associados às ações ordinárias da sociedade e permanecem inativos até serem acionados. A ativação ocorre quando um acionista ultrapassa uma determinada percentagem, geralmente 15%. Uma vez ativados, os direitos de compra se separam das ações ordinárias, permitindo que outros acionistas adquiram as novas ações a um preço reduzido, desta forma, diluindo o valor das ações do acionista que ativou a pílula. BRAENDEL, Addison D., *Defeating Poison Pills Through Enactment of a State Shareholder Protection Statute*, 2000. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=261770>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

²³⁹ THEOBALD, Tyler, *Hostile Takeovers and Hostile Defenses: A Comparative Look at U.S. Board Deference and the European Effort at Harmonization*, *International Trade Law Journal*, vol. 15, n.º 2, 2006, p. 67.

4.1. Origem e desenvolvimento das *poison pills* nos Estados Unidos da América

Durante as décadas de 1970 e 1980, os mercados de capitais nos Estados Unidos da América passaram por uma série de mudanças que tornaram as sociedades mais vulneráveis a OPAs hostis. Essas ofertas eram frequentemente conduzidas por “*corporate raiders*” — investidores que compravam grandes quantidades de ações de uma sociedade com o objetivo de assumir o controlo e, muitas vezes, desmembrá-la para vender seus ativos lucrativos em partes.

Em 1982, o advogado nova-iorquino Marin Lipton, compreendeu que as ferramentas jurídicas existentes não ofereciam proteção suficiente contra as aquisições hostis. A abordagem tradicional de um “*white knight*” (um terceiro que salva a sociedade de uma aquisição hostil) ou de litígios para bloquear a oferta hostil nem sempre era eficaz ou rápida o suficiente. Assim, Lipton reconheceu a necessidade de criar uma solução preventiva que pudesse ser implementada rapidamente e que desse ao conselho de administração da sociedade visada uma vantagem estratégica significativa.

Nesse contexto, Lipton criou as *poison pills* para proteger as sociedades de aquisições abusivas e ofertas inadequadas. Lipton²⁴⁰ argumentou que criou esta medida para aumentar o poder negocial do conselho de administração, proteger o investimento dos acionistas e aumentar o prémio de controlo. Em sua opinião²⁴¹, cabe aos administradores o poder de decisão sobre uma OPA. Na tomada de decisão os administradores devem considerar, para além dos interesses dos acionistas, o impacto a longo prazo que a OPA terá, não só para os acionistas e para a sociedade, mas também para outras partes interessadas, como os trabalhadores, os fornecedores e outras partes interessadas.

Em 1982, Lipton estava atuando como consultor jurídico da Household International, uma empresa de serviços financeiros, que estava a enfrentar uma tentativa de aquisição

²⁴⁰ Ao contrário de Lipton, Ronald Gilson, argumentava que a medida apresentada por Lipton não cumpria com as suas finalidades, mas sim, representava um abuso do poder de administração em detrimento dos interesses dos acionistas. GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 *Stanford Law Review*, 1981, pp. 845-860.

²⁴¹ LIPTON, Martin, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, *The Business Lawyer*, Vol. 35, 1979, p. 101.

hostil lançada pela Mobil Corporation, uma gigante do setor energético. O conselho de administração da Household não estava disposto a ceder o controlo da sociedade e buscou uma forma de proteger-se contra a oferta.

Foi então que Lipton criou a *poison pill*. A estratégia envolvia a criação de um plano de direitos dos acionistas (*shareholder rights plan*), que concedia aos acionistas da Household o direito de comprar ações adicionais a um preço mais baixo caso qualquer oferente adquirisse, sem a aprovação do conselho de administração, uma participação superior a um determinado limite. Essa medida diluiria a participação do adquirente, tornando a aquisição financeiramente inviável. Ainda, a *poison pill* adotada pela Household previa a possibilidade de os acionistas da Household adquirirem ações do próprio oferente, por um valor abaixo ao valor real das suas ações, caso, após a aquisição, fosse efetuada uma fusão entre ambas as sociedades.

A adoção da *poison pill* pela Household International foi imediatamente contestada por James Moran, um dos administradores da própria Household e presidente da Dyson-Kissner-Moran Corporation, um acionista significativo da Household. James Moran argumentava que o conselho de administração não estava autorizado a adotar a *poison pill*. O caso foi levado aos tribunais, resultando no emblemático julgamento “*Moran v. Household International, Inc.*”²⁴², decidido pela Suprema Corte de Delaware em 1985.

A legalidade da *poison pill* adotada pela Household, foi confirmada pela Suprema Corte de Delaware, que decidiu que conselho de administração das sociedades tem poderes para adotar *poison pills*, sem que para tal seja necessária a aprovação dos acionistas. Adicionalmente, o tribunal argumentou que no âmbito de uma OPA hostil, caso o oferente requeira ao conselho de administração da sociedade visada a eliminação de tais direitos, a decisão da sociedade não pode ser discricionária, mas sim, deve ser tomada no melhor interesse da sociedade.

²⁴² Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Moran v. Household Int’l, Inc.*, 500 A. 2d, 1346 (Del. 1985). Acórdão do Tribunal, de 19 de novembro de 1985.

O tribunal decidiu que o conselho de administração da Household agiu dentro de seus direitos fiduciários ao adotar medidas para proteger a sociedade contra a OPA hostil, destacando que, desde que a sociedade estivesse agindo em prol do melhor interesse dos acionistas e da sociedade como um todo, a *poison pill* era uma defesa legítima²⁴³.

Após a referida decisão, diversas sociedades passaram a utilizar o mecanismo das *poison pills* para defenderem-se de aquisições hostis. Mais recentemente o estado de Delaware proferiu uma importante decisão no caso *Versata Enterprises v. Selectica, Inc.*²⁴⁴, através da qual o tribunal o fato de as *poison pills* poderem ser usadas não apenas para proteger as sociedades de aquisições hostis, mas também para proteger interesses sociais específicos.

A Selectica adotou uma *poison pill*, destinada a proteger os seus ativos fiscais conhecidos como prejuízos fiscais operacionais líquidos (*net operating losses - NOLs*). Esses prejuízos fiscais podem ser utilizados para compensar lucros futuros, mas, de acordo com o código fiscal norte-americano (Seção 382 do *Internal Revenue Code*), essa compensação pode ser limitada se houver uma mudança substancial na propriedade da sociedade. Por isso, a Selectica adotou uma *poison pill* para impedir que novos investidores adquirissem ações em quantidade suficiente para desencadear essas limitações fiscais.

A *Versata Enterprises, Inc.*, uma concorrente e acionista minoritária da *Selectica*, iniciou um processo de aquisição das ações da *Selectica*. Contudo, quando a *Versata* estava prestes a ultrapassar o limite que iria desencadear as limitações fiscais referidas acima, a *Selectica* decidiu ativar *poison pill*, o que permitiu aos outros acionistas da *Selectica* comprar ações adicionais a um preço extremamente baixo, diluindo substancialmente a participação da *Versata*.

²⁴³ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p. 638.

²⁴⁴ Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Versata Enterprises v. Selectica, Inc.*, 5 A.3d 586 (Del. 2010). Acórdão do Tribunal, de 4 de outubro de 2010.

A principal questão no caso era determinar se a *poison pill* adotada pela Selectica era uma resposta razoável e proporcional à ameaça que a aquisição de ações pela Versata representava, ou se essa defesa era excessiva e, portanto, ilegítima sob a jurisprudência de Delaware.

A Versata argumentou que a *poison pill* era uma medida exagerada e coercitiva que impedia os acionistas de exercerem seus direitos de forma justa. Alegou que a *poison pill* não foi adotada para proteger a sociedade de uma ameaça real, mas sim para suprimir os direitos dos acionistas.

Ao analisar o caso, a Suprema Corte de Delaware utilizou os requisitos estabelecidos no *Unocal test* (já analisado no Capítulo 2 deste presente trabalho) para avaliar a legalidade da *poison pill* adotada pela Selectica: (i) existência de uma ameaça legítima à sociedade; e (ii) a medida adotada pelo conselho de administração deveria ser proporcional à ameaça identificada.

O tribunal concluiu que a diretoria da Selectica agiu de boa-fé ao considerar a aquisição de ações pela Versata como uma ameaça à preservação dos NOLs, que eram um ativo valioso para a sociedade. A mudança no controle acionista poderia resultar na perda desse benefício fiscal, o que justificava a preocupação do conselho de administração.

O tribunal considerou, também, que a *poison pill* em questão era uma resposta proporcional à ameaça identificada. A medida foi considerada apropriada porque visava proteger um ativo específico (os NOLs) e não impedia completamente a venda ou transferência de ações, mas limitava a capacidade de um acionista individual adquirir uma participação significativa sem a aprovação do conselho de administração. O tribunal, portanto, decidiu pela validade da *poison pill* adotada pela Selectica²⁴⁵.

²⁴⁵ KITCHEN, J., VARALLO, G., ALICKS, F., *Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc.: A Case Study on the Use (and Usefulness) of Experts in Delaware Corporate Litigation*. Disponível em <https://www.rlf.com/wp-content/uploads/2020/05/Entire-Article.pdf>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

Por fim, podemos concluir que os tribunais americanos, em particular, os tribunais de Delaware entendem que as *poison pills* podem ser adotadas como medidas defensivas contra uma OPA hostil, desde que em prol dos interesses dos acionistas da sociedade.

4.2. Principais aspectos

Através do lançamento de uma oferta hostil sobre a sociedade, a *poison pill* confere a todos os acionistas, exceto ao oferente, que causou a ativação da pílula, a oportunidade de comprar ações adicionais com um desconto significativo. O exercício desses direitos de compra resulta na diluição da participação do oferente e no aumento do custo da aquisição. Normalmente, numa *poison pill*, cada ação ordinária da sociedade é associada a um direito de compra de ações, atribuído pelo conselho de administração. Em caso de um evento desencadeador, esses direitos tornam-se valiosos para os acionistas. Esses eventos ocorrem quando a aquisição de ações ordinárias de uma empresa ultrapassa uma determinada percentagem, sem a aprovação do conselho de administração. Uma vez ultrapassado, os outros acionistas têm a oportunidade de comprar as ações adicionais com desconto, diluindo significativamente a participação do oferente na sociedade.

O que torna a *poison pill* tão “venenosa” é que os direitos detidos pelo oferente se tornam “nulos e intransferíveis”. O objetivo é dissuadir aquisições hostis indesejadas, tornando o processo extremamente oneroso e incentivando negociações com o conselho de administração da sociedade visada²⁴⁶.

A adoção da *poison pill* como medida defensiva é feita pelo conselho de administração, num momento anterior à oferta hostil ou após o lançamento da oferta pelo oferente. A adoção dessa medida é feita de forma independente pelo conselho de administração, sem que para tal seja necessário a aprovação dos acionistas. Cumpre destacar, no entanto, esta atuação independente do conselho de administração não proíbe que os administradores

²⁴⁶ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p. 639.

submetam para deliberação dos acionistas a decisão sobre a adoção, alteração ou eliminação da pílula²⁴⁷.

Da mesma forma que os administradores têm poderes para adotar as *poison pills*, criando direitos especiais associados às ações ordinárias de uma sociedade, antes de esses direitos tornarem-se exercíveis, o conselho de administração poderá revogar os direitos especiais atribuídos aos acionistas. No entanto, este poder de revogação das *poison pills* é limitado. As *poison pills* normalmente contêm uma disposição que prevê que o órgão de administração poderá revogar os direitos especiais antes do evento desencadeador da pílula, mas não após a sua ocorrência.

Dessa forma, existindo a possibilidade de revogação das *poison pills*, os oferentes poderão negociar com o conselho de administração da sociedade visada a revogação da medida defensiva. Ou seja, antes do lançamento da oferta, o oferente terá de negociar a revogação da *poison pill*, desta forma, concedendo ao conselho de administração margem para negociar a elevação do preço inicialmente proposto pelo oferente. Pode-se concluir que o efeito prático da pílula é dar aos administradores da sociedade visada mais tempo para considerarem a proposta do oferente ou conceder à administração da sociedade visada mais influência na negociação da transação.

No entanto, as *poison pills* também podem frustrar efetivamente a aquisição da sociedade, se o conselho de administração da sociedade visada se recusar a revogar a referida medida. Como decidido pela Suprema Corte de Delaware no caso *Moran v. Household International, Inc.*, o conselho de administração não é obrigado a acatar o pedido do oferente para revogar a *poison pill*, desde que a oferta lançada não atenda aos melhores interesses da sociedade²⁴⁸.

²⁴⁷ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p. 640.

²⁴⁸ O tribunal ressaltou, no entanto, que o conselho de administração não tem um poder ilimitado para recusar a revogação das *poison pills*, criando situações em que o conselho de administração poderá ser obrigado, por força dos seus deveres fiduciários a revogar as *poison pills* e permitir a aquisição da sociedade.

Ao idealizar as *poison pills*, Martin Lipton não tinha como principal objetivo impedir totalmente as aquisições de empresas, mas sim de permitir que o conselho de administração pudesse de forma informada e independente, tomar uma decisão quanto a uma oferta. Dessa forma, a sua intenção era de evitar que a aquisição do controlo de uma sociedade e, conseqüentemente, a substituição do conselho de administração fosse realizada através de uma OPA hostil, onde a sociedade é obrigada a tomar uma decisão de forma rápida e que pudesse ser prejudicial para a sociedade. A sua intenção era de promover as aquisições através do processo do mecanismo das *proxy contests* – processo em que um grupo de acionistas tenta obter o controlo ou influenciar decisões numa sociedade, solicitando o direito de voto de outros acionistas nas assembleias gerais. Dessa forma, a sociedade teria tempo e informação suficiente para decidir sobre uma eventual alteração de controlo.

No entanto, os opositores²⁴⁹ de Lipton afirmavam que, a existência de uma *poison pill* associada com um *staggered board* – a eleição dos membros do conselho de administração não é realizada como um grupo, mas sim em termos rotativos – evitaria completamente a aquisição de controlo de uma sociedade.

A obtenção do controlo do conselho de administração seria uma forma²⁵⁰ de evitar que a *poison pill* frustre a OPA, uma vez que o novo conselho de administração eleito revogaria a *poison pill*, permitindo a aquisição da sociedade. No entanto, a existência de um *staggered board* impede que o oferente possa adquirir o controlo do conselho de administração de forma imediata, tornando a ideia de aquisição da sociedade pouco atraente para o potencial oferente.

²⁴⁹ GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 *Stanford Law Review*, 1981, p. 819.

²⁵⁰ James Redmond afirma que o oferente tem três formas de evitar os efeitos da *poison pill*: “*There are three suggested method for an acquirer to quell the effects of the poison pill: (i) negotiate a friendly transaction with the company; (ii) litigation, arguing the target's board are in breach of their fiduciary duties by refusing to redeem the pill; and (iii) proxy contests to remove and replace the target corporation's board. However, where a SB exists, it may be prudent for a potential acquirer to await potentially two annual board elections to elect acquirer 'friendly directors' to redeem the poison pill, which shall then allow the acquirer to exceed the control threshold without suffering the defects from the poison pill.*” REDMOND, James, *A Comparative Assessment of the Law Relating to Hostile Takeovers in the US and EU*, *King's Inns Law Review*, vol. 10, 2021, p. 106.

A eleição do conselho de administração de forma escalonada exige não uma, mas pelo menos duas *proxy contests* para ultrapassar a pílula de veneno. O oferente teria de ganhar duas eleições anuais para obter o controlo do conselho de administração. Assim, embora em teoria ainda existisse a possibilidade de uma *proxy contest* bem-sucedida, nenhum oferente conseguiu efetivamente através deste mecanismo frustrar os efeitos da *poison pill*²⁵¹.

Pode-se concluir, portanto, que quando a sociedade visada contém uma *poison pill* em vigor, caso o oferente não consiga que o conselho de administração da sociedade visada revogue a pílula, aquele enfrentará a difícil tarefa de lançar *proxy contests* para nomear membros para o conselho de administração, para que estes sim revoguem ou alterem a pílula em vigor. Caso contrário, o oferente terá de desistir da sua oferta, uma vez que a aquisição da sociedade tornar-se-ia bastante onerosa²⁵².

Considerando o acima exposto, conclui-se que no cenário norte-americano a *poison pill* demonstra ser uma medida defensiva altamente eficaz contra uma OPA hostil. A *poison pill* obriga que os potenciais adquirentes tenham de negociar com o conselho de administração antes de lançar uma OPA, concedendo mais tempo ao conselho de administração para que possa avaliar a proposta e tentar obter melhores condições para a sociedade e para os acionistas.

A grande utilização das *poison pills* pelas sociedades americanas pode ser observada pelas medidas adotadas pela McDonald's Corporation, Netflix, Papa John's e, mais recentemente, pelo Twitter.

Em 1985, a McDonald's Corporation adotou uma *poison pill* para evitar práticas abusivas de aquisição. A sociedade não estava enfrentando uma tentativa de aquisição concreta,

²⁵¹ BEBCHUK, Lucian Ayre, COATES IV, John C., SUBRAMANIAN, Guhan, *The Power of Takeover Defenses*, February 2007. Disponível em https://pcg.law.harvard.edu/wp-content/uploads/papers/2007sp_Subramanian.pdf. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

²⁵² ZWECKER, Andrew, *The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation But Still No Harmonization Among Member States on Acceptable Takeover Defenses*, *Tulane Journal of International and Comparative Law*, Vol. 21, n.º 1, 2012, p. 239.

mas argumentava-se que a multinacional Philip Morris²⁵³ tinha a intenção de adquirir o controlo da McDonald's Corporation, razão pela qual o conselho de administração da McDonald's decidiu adotar a medida defensiva.

A *poison pill* da McDonald's²⁵⁴ funcionava da seguinte forma: se algum investidor ou grupo adquirisse uma participação maior do que um determinado limite (20% das ações) ou fizesse uma oferta por pelo menos 30% das ações, os acionistas existentes teriam o direito de comprar mais ações da empresa a um preço significativamente reduzido (200 dólares).

Em 2012, a Netflix adotou uma *poison pill*²⁵⁵, após o empresário Carl Ichan adquirir uma participação substancial na sociedade (9,98% do capital social), o que gerou por parte do conselho de administração uma preocupação sobre uma possível tentativa de aquisição do controlo ou influência indevida na gestão da sociedade.

A *poison pill* adotada pela Netflix permitia que, caso um investidor adquirisse 10% ou mais das ações ordinárias da empresa sem a aprovação do conselho, os acionistas existentes (exceto o investidor em questão) pudessem adquirir ações adicionais a um preço com desconto. Adicionalmente, a *poison pill* adotada pela Netflix não era projetada para ser permanente, mas sim como uma medida temporária que duraria cerca de um ano, dando à empresa tempo suficiente para negociar com qualquer potencial adquirente em termos que beneficiassem os acionistas.

Em 2018, a rede de pizzarias Papa John's International Inc.²⁵⁶ adotou uma *poison pill* ao enfrentar uma situação complexa quando seu fundador, John Schnatter, envolveu-se em

²⁵³ *What is a "Poison Pill" Defense?*. Disponível em <https://www.nytimes.com/2022/04/15/business/twitter-poison-pill-explainer.html>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

²⁵⁴ O que é a “pílula de veneno”, medida que o Twitter quer utilizar para travar a compra de Elon Musk?, 18 de abril de 2022. Disponível em <https://observador.pt/especiais/o-que-e-a-pilula-de-veneno-medida-que-o-twitter-quer-utilizar-para-travar-a-compra-de-elon-musk/>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

²⁵⁵ *Netflix takes poison pill to ward off Icahn takeover*, 5 de novembro de 2012. Disponível em <https://www.bbc.com/news/business-20214401>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

²⁵⁶ O que é a “pílula de veneno”, medida que o Twitter quer utilizar para travar a compra de Elon Musk?, 18 de abril de 2022. Disponível em <https://observador.pt/especiais/o-que-e-a-pilula-de-veneno-medida-que-o-twitter-quer-utilizar-para-travar-a-compra-de-elon-musk/>.

uma série de controvérsias que levaram à sua saída do cargo de CEO e à sua tentativa de retomar o controle da sociedade. Temendo que Schnatter pudesse adquirir uma participação significativa na sociedade para restabelecer seu controle, o conselho de administração adotou uma *poison pill* para impedir a concentração de poder nas mãos do fundador.

A *poison pill* adotada pela Papa John's tinha como objetivo limitar qualquer acionista de adquirir mais de 15% das ações sem a aprovação do conselho, ou caso John Schnatter, os seus familiares ou amigos aumentassem a sua participação na sociedade para 31%. Esse mecanismo, permitiria que os acionistas existentes comprassem ações adicionais com desconto, diluindo a participação de Schnatter e tornando financeiramente impraticável sua tentativa de reassumir o controle.

No caso da Papa John's, a *poison pill* funcionou como uma barreira temporária enquanto a sociedade buscava alternativas de reestruturação e recuperação de sua reputação, evitando que interesses pessoais comprometessem a viabilidade de longo prazo da sociedade.

Recentemente, pudemos acompanhar a aquisição do Twitter, Inc. pelo empresário Elon Musk, na qual o conselho de administração do Twitter, decidiu adotar uma *poison pill* para defender a sociedade da referida aquisição²⁵⁷.

Em 04 de abril de 2022, foi divulgado pelo Twitter junto da SEC que Elon Musk se tinha tornado o principal acionista do Twitter depois de adquirir 73,5 mil milhões de ações da sociedade, que representavam aproximadamente 9% do capital social da sociedade.

Em seguida, em 14 de abril de 2022, outro documento apresentado junto da SEC indicou que Elon Musk havia apresentado uma oferta não solicitada (*unsolicited offer*) para adquirir a totalidade do capital social do Twitter, por cerca de 44 mil milhões de dólares.

[que-o-twitter-quer-utilizar-para-travar-a-compra-de-elon-musk/](#). Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

²⁵⁷ *A Timeline of Billionaire Elon Musk's Bid to Control Twitter*. Disponível em <https://apnews.com/article/twitter-elon-musk-timeline-c6b09620ee0905e59df9325ed042a609>. Último acesso: em 24 de setembro de 2024.

Elon Musk declarou que “estava disposto a adquirir 100% do Twitter por 54,20 dólares por ação a ser pago em dinheiro, um prêmio de 54% em relação ao dia anterior ao início do meu investimento no Twitter e um prêmio de 38% em relação ao dia anterior ao anúncio público do meu investimento. A minha proposta é a minha melhor e última oferta. Se não for aceita, terei de reavaliar a minha posição como acionista.”²⁵⁸

No dia 15 de abril de 2022, preocupados com a rápida concentração de ações do Twitter e com a oferta “pegar ou largar” realizada por Musk, e com a possibilidade de Elon Musk lançar uma OPA hostil para aquisição do controlo da sociedade, o conselho de administração do Twitter decidiu por unanimidade adotar uma *poison pill*.²⁵⁹

A medida adotada pelo Twitter estabelecia que a aquisição por um único investidor ou grupo de mais de 15% das ações ordinárias em circulação da sociedade, sem a aprovação do conselho de administração, daria aos demais acionistas a oportunidade de adquirir ações a um preço significativamente reduzido. A *poison pill* do Twitter incluía uma cláusula *flip-in*, uma cláusula *flip-over* e direitos de compra de ações preferenciais, com uma duração limitada de um ano.

Caso Musk ultrapassasse o limite de 15%, a *poison pill* permitiria que todos os outros acionistas comprassem novas ações a um preço reduzido. Nesse cenário, por exemplo, um acionista do Twitter pagaria 210 dólares por ações avaliadas em 420 dólares, inundando o mercado com novas ações. Após essa compra de ações a um preço vantajoso, ocorreria a diluição das ações detidas por Musk, tornando a aquisição significativamente mais onerosa para ele²⁶⁰.

A *poison pill* adotada garantiu ao conselho de administração do Twitter mais tempo para decidir como proceder com a oferta, obrigando Musk a negociar diretamente com o

²⁵⁸ *A Timeline of Billionaire Elon Musk's Bid to Control Twitter*. Disponível em <https://apnews.com/article/twitter-elon-musk-timeline-c6b09620ee0905e59df9325ed042a609>. Último acesso: em 24 de setembro de 2024.

²⁵⁹ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p. 655.

²⁶⁰ *Twitter Adopts 'PoisonPill' to Block Elon Musk Takeover Bid*. Disponível em <https://www.npr.org/2022/04/15/1093077611/twitter-board-poison-pill-elon-musk>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

conselho de administração da sociedade. No entanto, uma vez ativada a medida, os acionistas não poderiam vender as suas ações ao empresário. Assim, o conselho de administração do Twitter pode manter o controlo sobre a aquisição, enquanto os seus acionistas deixaram de ter o direito fundamental de vender as suas ações²⁶¹.

A adoção de uma *poison pill* não impede o conselho de administração de negociar com potenciais interessados na aquisição da sociedade ou de aceitar uma proposta que considere ser do interesse da sociedade e dos seus acionistas. Para que o conselho da Twitter pudesse avaliar se a aquisição seria vantajosa para a sociedade e seus acionistas, Musk teve de demonstrar a seriedade das suas intenções. Nesse sentido, Musk precisava demonstrar como planejava financiar a aquisição, visto que isso não havia sido revelado na sua comunicação à SEC. Caso contrário, Musk deveria lançar uma *proxy contest* para tentar substituir os membros do conselho do Twitter em resposta à *poison pill* adotada.

Musk confirmou as suas intenções ao apresentar o seu plano para financiar a aquisição. Para ajudar a financiar a sua aquisição, Musk acabou por recorrer à Tesla Inc. Ele planeava financiar a aquisição com “dezenas de milhares de milhões de dólares das suas ações da Tesla”. Adicionalmente, Musk financiaria a transação com 27,5 mil milhões de dólares de capital próprio e 8,5 mil milhões de dólares da venda de uma parte das suas ações da Tesla.

Posteriormente, em 25 de abril de 2022, após consideração do conselho de administração, o Twitter e Musk celebraram um acordo e projeto de fusão amigável nos termos da *Delaware General Corporation Law* (DGCL)²⁶². O Twitter negociou com Musk e, em última decisão, chegou a um acordo em que Musk adquiriria o Twitter por 44 mil milhões de dólares. Nos termos do acordo, Musk compraria cada ação do Twitter por 54,20

²⁶¹ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p. 655.

²⁶² *Agreement and Plan of Merger*, celebrado entre X Holdings I, INC., X Holdings II, Inc. e Twitter, Inc., em 25 de abril de 2022. Disponível em <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000119312522120461/d310843dex21.htm>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

dólares em dinheiro. As partes concordaram que a sociedade continuaria sob o nome “Twitter, Inc.” e seria regida pela lei do Estado de Delaware.

Além disso, foi incluída uma cláusula no acordo que exigia uma indenização de mil milhões de dólares em caso de rescisão do acordo. Surpreendentemente, a 8 de julho de 2022, Musk notificou o Twitter da sua decisão de rescindir o acordo. A notificação alegava três motivos para a rescisão: (i) suposta violação dos acordos de compartilhamento de informações e cooperação; (ii) supostas declarações materialmente imprecisas no acordo de fusão que são prováveis de resultar em um efeito material adverso; e (iii) suposta falha em cumprir o acordo de manutenção do curso normal dos negócios, ao demitir determinados empregados, retardar contratações e não reter pessoas chave²⁶³.

Os acionistas, então, iniciaram uma ação coletiva contra o Twitter e Musk. Em 12 de julho de 2022, como resultado da rescisão de Musk, o Twitter iniciou uma ação contra Elon Musk, X Holdings I, Inc. e X Holdings II, Inc.

Em 28 de outubro de 2022, após diversas negociações, Elon Musk acabou por adquirir o Twitter nos termos originalmente acordados: 54,20 dólares por ação a um custo total de cerca de 44 mil milhões de dólares.

Finalmente, pode-se concluir que a utilização das *poison pills* nos Estados Unidos da América são extremamente comuns em diferentes contextos, seja como uma medida preventiva ou seja como uma medida reativa contra uma aquisição hostil.

4.3. Categorias de *poison pills*

Como acima analisado, o objetivo de uma *poison pill* é de diluir a participação de um adquirente hostil numa sociedade, de forma a afastar ofertas públicas de aquisição

²⁶³ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p.657.

indesejadas. No entanto, a diluição da participação dependerá diretamente da modalidade da *poison pill* adotada por um conselho de administração.

A modalidade *flip-over* foi incluída na forma original da *poison pill*²⁶⁴, mas depois de não ter se demonstrado totalmente eficaz, outras variações das *poison pills* começaram a surgir. Foram desenvolvidas cinco modalidades desde a introdução das *poison pills*: *flip-over*, *flip-in*, *back-end*, *exchange option*, e *dead-hand/no-hand*²⁶⁵.

4.3.1. *Flip-over*

No âmbito de uma *poison pill* na modalidade *flip-over*, é conferido a cada acionista – com exceção do adquirente hostil – a faculdade de adquirir ações ordinárias ou preferenciais do adquirente hostil a um preço reduzido. Os direitos são revogáveis a qualquer momento antes de um evento desencadeador pelo conselho “por um preço nominal, negociados com as ações ordinárias inerentes e não podem ser exercidos”. A ativação desses direitos ocorre com o surgimento de um evento desencadeador, momento em que os direitos são atribuídos aos acionistas e passam a ser livremente transferíveis, embora permaneçam sem efeito. Somente se o adquirente tentar promover um *squeeze-out* – exclusão forçada – através de uma fusão (*squeeze-out merger*) ou uma transação semelhante, os direitos passam a ser exercíveis. Nessa circunstância, os titulares dos direitos podem adquirir ações do adquirente por um valor equivalente a metade do preço de mercado. Em termos mais precisos, os titulares podem exercer os seus direitos, pagando o preço estipulado, e receber em contrapartida ações ordinárias do adquirente cujo valor de mercado corresponde ao dobro do preço de exercício²⁶⁶.

Ou seja, se um acionista detentor de 20% ou mais das ações adquirisse a sociedade visada por meio de uma fusão ou transação similar, cada titular do direito especial, exceto o adquirente hostil – detentor de 20% do capital social – teria direito de receber um número

²⁶⁴ VELASCO, Julian, *Just Do It: An Antidote to the Poison Pill*, *Emory Law Journal*, Vol. 52, 2003, p. 860.

²⁶⁵ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p. 644.

²⁶⁶ VELASCO, Julian, *Just Do It: An Antidote to the Poison Pill*, *Emory Law Journal*, Vol. 52, 2003, p. 860.

de ações ordinárias do próprio adquirente com um valor de mercado equivalente ao dobro do preço de exercício, nos termos da *poison pill*. Assim, se o preço de exercício do direito for de 100 dólares, o titular poderá, no contexto da fusão, trocar o seu direito por 200 dólares em ações do adquirente.²⁶⁷

Este exemplo demonstra que a modalidade *flip-over* convencional concede aos acionistas da sociedade visada a possibilidade de adquirir ações do adquirente a metade do preço, resultando numa diluição significativa para os acionistas do adquirente. Desse modo, as *poison pills* na modalidade *flip-over* podem constituir um obstáculo considerável para um comprador que precise concluir uma fusão subsequente para obter acesso ao fluxo de caixa ou aos ativos da sociedade visada e, assim, obter fundos para concluir a sua oferta. Como analisado acima, a decisão no caso *Moran v. Household International, Inc.*, afirmou que esta modalidade de *poison pill* é considerada válida, em razão das circunstâncias específicas da sua adoção.

A modalidade *flip-over* visa dificultar a aquisição de controlo de uma sociedade, aumentando os custos da transação para um nível praticamente inviável e diluindo o interesse do adquirente. Um dos efeitos mais significativos dessa estratégia é que, embora o adquirente preserve sua participação na sociedade visada, os seus próprios acionistas veem suas participações na sociedade adquirente reduzidas. Essa diluição ocorre porque o adquirente é forçado a emitir um grande volume de novas ações aos acionistas da sociedade visada, o que pode reduzir o controlo do adquirente sobre sua própria estrutura societária. Dessa forma, até mesmo um acionista que detinha controlo total sobre a sociedade pode se tornar um acionista minoritário.

A eficácia da modalidade *flip-over* depende, no entanto, da insistência do adquirente em realizar uma fusão ou uma venda substancial de ativos após a aquisição. Caso o adquirente opte por manter a sociedade como subsidiária parcialmente controlada, a *poison pill* não oferece proteção suficiente contra a aquisição hostil. Portanto, embora tenha sido concebida como uma medida defensiva contra aquisições indesejadas, a

²⁶⁷ HELMAN, Robert A., JUNEWICZ, James J, A Fresh Look at Poison Pills, Business Lawyer (ABA), Vol. 42, n.º 3, 1986-1987, p. 772.

modalidade *flip-over* demonstrou limitações significativas na prática, especialmente em cenários em que o adquirente não busca uma integração completa ou reestruturação substancial da sociedade visada²⁶⁸.

A limitação da modalidade *flip-over* tornou-se evidente logo nos primeiros anos de adoção das *poison pills*. Em 1985, Sir James Goldsmith tentou adquirir a Crown Zellerbach Corporation, enfrentando a adoção de uma *poison pill* na modalidade *flip-over*. Goldsmith prosseguiu com a aquisição e obteve 51% das ações da Crown Zellerbach, o que ativou a *poison pill*. Embora não pudesse avançar com uma fusão, ele conseguiu obter o controlo acionário da empresa.

O objetivo central das *poison pills* é impedir aquisições indesejadas, e o fato de Goldsmith ter obtido o controlo maioritário da empresa mesmo após a ativação da *flip-over* evidenciou a falha desse mecanismo defensivo. Apesar de dificultar a conclusão de uma fusão, a *flip-over* não impediu que o adquirente consolidasse uma posição de controlo, revelando suas limitações como ferramenta de proteção contra aquisições hostis²⁶⁹.

Conclui-se, assim, que a *poison pill* na modalidade *flip-over* é apenas eficaz se o adquirente insistir numa fusão ou numa venda significativa de ativos a seguir à aquisição da sociedade visada.

4.3.2. *Flip-in*

A modalidade *flip-in* é uma das formas mais comuns de estruturar uma *poison pill*. Ela permite que os acionistas, exceto o adquirente hostil, comprem ações adicionais da sociedade visada com um desconto significativo caso o adquirente atinja uma certa participação acionária.

²⁶⁸ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p. 646.

²⁶⁹ VELASCO, Julian, *Just Do It: An Antidote to the Poison Pill*, *Emory Law Journal*, Vol. 52, 2003, p. 861.

A modalidade flip-in é “uma disposição através da qual uma sociedade visada concede aos seus acionistas direitos de compra de ações ordinárias ou preferenciais adicionais da sociedade visada com um grande desconto se uma grande quantidade de ações da sociedade visada for comprada numa transação que não seja aprovada previamente pelo conselho de administração. A cláusula é acionada automaticamente quando o adquirente ultrapassa uma determinada percentagem de participação e funciona através da emissão de quantidades substanciais de novas ações ordinárias da sociedade visada a um preço muito reduzido para todos os acionistas da sociedade visada, exceto o adquirente. As participações do adquirente sofrem uma diluição substancial do seu valor.”²⁷⁰

A *poison pill* na sua modalidade *flip-in* permite que os acionistas da sociedade adquiram ações ou obrigações da sociedade a um preço reduzido. O direito é acionado quando o adquirente atingir uma certa participação acionária na sociedade, momento em que esses direitos não poderão ser revogados, deixando os direitos do adquirente nulos e sem efeito.

Quando a pílula é ativada, todos os acionistas, exceto o adquirente hostil, podem adquirir ações adicionais da sociedade por metade do valor de mercado. O principal objetivo é diluir a participação do adquirente hostil, tornando a aquisição muito mais cara e dificultando a concretização da compra sem negociar com o conselho da sociedade visada.

A *poison pill* impõe uma perda económica imediata a qualquer adquirente que desencadeie a sua ativação ao adquirir ou comprar uma percentagem específica das ações da sociedade visada. A emissão de ações adicionais dilui o direito de voto do adquirente hostil na sociedade e eleva o custo total da operação a um nível financeiramente inviável. O adquirente é, então, obrigado a comprar ações dos acionistas a um valor que, muitas vezes, excede o dobro do preço pelo qual a sociedade as emitiu.

Uma série de *poison pills* na modalidade *flip-in* foram sendo desenvolvidas para preencher certas lacunas da formulação original das *poison pills*, ou seja, da modalidade

²⁷⁰ BRUNER, Robert F., *The Poison Pill Anti-takeover defense: The Price of Strategic Deterrence*, 1991, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2012, p. 73.

flip-over. Uma variação da tradicional *flip-in* foi desenvolvida com o objetivo de impedir que o adquirente contorne a *poison pill* em vigor, estabelecendo a realização de uma fusão reversa, na qual a sociedade visada permanece como a entidade sobrevivente. De acordo com esta variação, se o adquirente se fundir com a sociedade visada, os titulares dos direitos, à exceção do adquirente, podem exercer esses direitos mediante o pagamento do preço de exercício, recebendo, em contrapartida, um número de ações da sociedade sobrevivente cujo valor de mercado corresponde ao dobro do montante pago. Esta disposição visa reforçar a eficácia da *poison pill*, desincentivando aquisições hostis que busquem evitar a diluição acionária prevista pela *poison pill*, assegurando, assim, uma maior proteção aos interesses da sociedade e dos seus acionistas²⁷¹.

No âmbito do desenvolvimento da modalidade *flip-in*, passou-se a discutir na doutrina e jurisprudência americana a sua validade, considerando que algumas *poison pills* na modalidade *flip-in* poderiam prejudicar a igualdade de tratamento dos acionistas. Cumpre destacar o caso *Amalgamated Sugar Co. v. NL Industries*²⁷², julgado pelo *US District Court for the Southern District of New York*. Neste caso, uma *poison pill* na modalidade *flip-in* foi invalidada ao abrigo da legislação de Nova Jersey, sob o fundamento de que discriminava um determinado acionista.

O conselho de administração da NL Industries, ao perceber as constantes ameaças de aquisição da sociedade, adotou uma *poison pill* que incluía tanto a modalidade *flip-in* quanto a modalidade *flip-over*. A disposição *flip-in* estabelecia que, se um determinado acionista ultrapassasse o limite acionário estabelecido, qualquer acionista – com exceção do adquirente – poderia adquirir 100 dólares em ações da NL Industries por apenas 50 dólares.

A Amalgamated Sugar apresentou ao conselho de administração da NL Industries uma oferta pública de aquisição em dinheiro (*cash tender offer*), condicionada à revogação de todos os direitos previstos na *poison pill*. O conselho recusou a proposta, alegando que

²⁷¹ HELMAN, Robert A., JUNEWICZ, James J, A Fresh Look at Poison Pills, *Business Lawyer* (ABA), Vol. 42, n. °3, 1986-1987, p. 773.

²⁷² *US District Court for the Southern District of New York. Amalgamated Sugar Co. v. NL Industries*, 644 F. Supp. 1229 (S.D.N.Y. 1986). Acórdão do Tribunal, de 5 de agosto de 1986.

“o valor inerente aos negócios da sociedade é significativamente superior ao preço proposto”²⁷³.

Nesse sentido, a Amalgamated tentou uma ação para impedir a aplicação da *poison pill*, sob a alegação de que era uma forma de discriminação proibida pelas leis de New Jersey, em particular do seu *anti-discrimination statute*²⁷⁴, uma vez que ela tratava acionistas de maneira desigual com base em sua identidade e no tamanho da sua participação acionária. Na visão da Amalgamated, a *poison pill* claramente criava uma situação em que os acionistas que ultrapassassem determinado limite de titularidade acionária, de forma a tentar obter o controlo da sociedade, eram prejudicados de forma desproporcional, sendo impedidos de participar do benefício de adquirir ações com desconto.

A Amalgamated argumentou que tal prática não apenas violava o *anti-discrimination statute*, mas também interferia com os princípios fundamentais de igualdade de tratamento entre acionistas, que são o alicerce de um mercado de capitais justo e equitativo. Ao restringir o acesso da Amalgamated ao aumento de capital a preços reduzidos, o conselho de administração da NL Industries teria favorecido de forma injusta os acionistas passivos e prejudicado os direitos legítimos de um acionista que tentava adquirir uma participação majoritária na empresa.

O tribunal distrital decidiu que a disposição *flip-in* da *poison pill*, quando implementada, discriminava entre acionistas da mesma categoria, em violação à legislação antidiscriminação de Nova Jersey. O tribunal reconheceu que a disposição *flip-in* causava uma diluição dos direitos de voto e do patrimônio do acionista adquirente, afetando tanto o poder de voto quanto a participação acionária.

Tendo em vista o caso em questão e a já analisada jurisprudência dos tribunais norte americanos sobre as *poison pills*, pode-se concluir que, eventuais litígios envolvendo a

²⁷³ DENKEWALTER, J. Kurt, *Poison Pills: Is the Flip-in Flipping Out*, *University of Dayton Law Review*, vol. 14, n.º 3, 1989, p. 710.

²⁷⁴ Este código foi concebido para assegurar que, independentemente da origem, identidade ou objetivo de um acionista, todos os acionistas devam ser tratados de maneira igual em matérias relativas ao exercício dos seus direitos.

validade de uma *poison pill* na sua modalidade *flip-in* envolverão duas questões principais: (i) se a *poison pill* discrimina ilegalmente o adquirente; e (ii) se a adoção ou aplicação da *poison pill* constitui uma violação do dever fiduciário por parte do conselho de administração da sociedade²⁷⁵.

Tribunais de estados como Nova Jersey, Colorado e Wisconsin²⁷⁶ entendem que as *poison pills* não podem discriminar um determinado acionista, sem que para tal tenha sido obtido acordo dos acionistas. Ou seja, existindo discriminação entre os acionistas, a *poison pill* em questão será considerada ilegal. Por outro lado, tribunais de estados como Delaware, Indiana, Michigan e Minnesota²⁷⁷, entendem que uma *poison pill* não poderá ser invalidada apenas por ser discriminatória. Se a medida proteger os interesses dos acionistas a longo prazo, é proporcional e razoável à ameaça de aquisição e o conselho de administração demonstrar que cumpriu com os seus deveres fiduciários, ao agir no melhor interesse dos acionistas, a *poison pill* será válida.

4.3.3. Back-End

Uma terceira modalidade das *poison pills* são as *back-end pills*. Esta modalidade é menos adotada pelos conselhos de administração, mas demonstra ser bastante efetiva. Nos termos da *back-end pill*, os acionistas terão o direito de receber títulos de dívida ou dinheiro da sociedade em troca das suas ações.

As *back-end pills* envolvem, normalmente, a emissão de direitos especiais pela sociedade aos seus acionistas, permitindo-lhes a possibilidade de trocar as suas ações ordinárias por um conjunto de títulos cujo valor supera o valor de mercado dessas mesmas ações, desde que ocorra um evento desencadeador que ative esses direitos. Quando esse evento ocorre, os direitos tornam-se irrevogáveis, conferindo a cada acionista, exceto ao adquirente, o

²⁷⁵ HELMAN, Robert A., JUNEWICZ, James J, *A Fresh Look at Poison Pills, Business Lawyer* (ABA), Vol. 42, n.º 3, 1986-1987, p. 774.

²⁷⁶ HELMAN, Robert A., JUNEWICZ, James J, *A Fresh Look at Poison Pills, Business Lawyer* (ABA), Vol. 42, n.º 3, 1986-1987, p. 774.

²⁷⁷ HELMAN, Robert A., JUNEWICZ, James J, *A Fresh Look at Poison Pills, Business Lawyer* (ABA), Vol. 42, n.º 3, 1986-1987, p. 776.

direito de os exercer. Assim, os acionistas podem assegurar uma compensação superior ao valor de mercado das suas ações, protegendo-se contra aquisições hostis.

O objetivo desta modalidade de *poison pill* é de retirar ativos da sociedade para distribuir aos acionistas que não o acionista adquirente das ações que desencadeou a ativação da pílula. Assim, embora a *back-end pill* não dilua os direitos de voto do adquirente hostil, o efeito económico seria potencialmente mais negativo do que no caso das modalidades *flip-in* ou *flip-over*. Em teoria, uma *back-end pill* poderia drenar todo o capital da sociedade visada, diluindo o interesse económico do adquirente para zero,²⁷⁸ fazendo com que um eventual investidor perdesse o interesse em adquirir a sociedade.

Um dos principais obstáculos relacionados à *back-end pill* reside na necessidade de o conselho de administração determinar o valor justo das ações ordinárias da sociedade. O conceito de valor justo é dinâmico e deve ser aferido com base nas circunstâncias específicas em um dado momento. Outras variações da *poison pill* operam de forma independente do valor justo: elas simplesmente permitem que os detentores dos direitos adquiram valores mobiliários a um preço reduzido. Por conseguinte, podem ser adotadas com bastante antecedência a qualquer OPA.

Em contrapartida, a *back-end pill* é mais eficaz quando utilizada como reação a uma ameaça real de aquisição, pois o valor justo pode ser determinado de forma mais precisa. O conselho de administração pode optar por determinar o valor das ações através de uma fórmula ou apenas definir um valor mais elevado do que o preço pago pelo adquirente hostil pelas suas ações.

Existem duas variações da *back-end pill*²⁷⁹: a *put pill* e a *value assurance pill*. A *put pill* confere aos acionistas, após a ocorrência de um evento desencadeador, o direito de exigir que a sociedade troque suas ações por títulos de dívida ou por uma quantia em dinheiro correspondente ao valor justo das ações ordinárias da sociedade. Nesse cenário, o

²⁷⁸ VELASCO, Julian, *Just Do It: An Antidote to the Poison Pill*, *Emory Law Journal*, Vol. 52, 2003, p. 862.

²⁷⁹ VELASCO, Julian, *Just Do It: An Antidote to the Poison Pill*, *Emory Law Journal*, Vol. 52, 2003, p. 862.

acionista pode obter uma compensação financeira sem depender do sucesso ou fracasso da tentativa de aquisição hostil.

Já na *value assurance pill*, após o evento desencadeador, cada acionista adquire o direito de receber uma compensação em títulos de dívida ou dinheiro que corresponda à diferença entre o valor justo das ações da sociedade, conforme determinado pelo conselho de administração, e o preço pago pelas ações no âmbito da OPA realizada pelo adquirente hostil. Esse mecanismo busca garantir que os acionistas sejam compensados de forma justa, evitando que sejam prejudicados por uma oferta pública abaixo do valor estimado para as ações da sociedade.

Assim, conclui-se que a *poison pill* na modalidade *back-end* faz com que seja quase impossível para o adquirente hostil adquirir a sociedade visada por um preço inferior ao preço de cada ação fixado pelo conselho de administração²⁸⁰, frustrando as tentativas de aquisição hostil. No entanto, o fato de o conselho de administração ter de determinar o valor justo das ações prejudica a efetividade dessa medida defensiva, uma vez que o conselho de administração pode preferir não determinar o valor das ações²⁸¹.

4.3.4. Exchange Option

Uma crítica relevante às modalidades *flip-in* e *flip-over* das *poison pills* está relacionada ao fato de que os acionistas detentores desses direitos precisam arcar com o pagamento do preço de exercício para poderem utilizá-los. Esse preço, em geral, é estipulado com base no valor a longo prazo das ações, frequentemente superior ao preço de mercado atual. Isso implica que, para aproveitar o mecanismo de defesa, os acionistas devem realizar um investimento adicional substancial, muitas vezes maior que seu aporte inicial.

²⁸⁰ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p. 648.

²⁸¹ Mesmo diante de uma OPA hostil, o conselho de administração da sociedade visada pode preferir não definir o valor justo das ações, já que isso poderia ser interpretado como uma sinalização de que os acionistas estariam dispostos a vender a sociedade por aquele preço. Consequentemente, a *back-end pill* não obteve o mesmo nível de adoção que outras modalidades, como a *flip-in* e a *flip-over pill*.

Enquanto investidores institucionais, com maior capacidade financeira e liquidez, podem enfrentar essa exigência com mais facilidade, os investidores individuais podem encontrar grandes dificuldades para beneficiarem do mecanismo da *poison pill*. Essa disparidade coloca em evidência uma limitação das *poison pills* ao impactar de forma desigual os acionistas, especialmente aqueles com menor poder financeiro²⁸². Assim, apesar de ser uma medida concebida para proteger todos os acionistas contra aquisições hostis, na prática, ela pode restringir o acesso de parte significativa dos investidores, enfraquecendo a sua eficácia como ferramenta de defesa generalizada.

Uma *poison pill* pode, como medida preventiva, conferir à sociedade visada a opção de trocar – *exchange option* – os direitos dos acionistas por títulos ou dinheiro a um preço reduzido. Em caso de um evento desencadeador, as cláusulas de troca permitem ao conselho de administração da sociedade visada “resgatar” os direitos ainda não exercidos, trocando cada direito por uma ação da sociedade.

A *exchange option* tem um efeito diluidor similar ao gerado por uma *poison pill* na modalidade *flip-in*, mas com uma importante diferença: não há a necessidade de os acionistas realizem a aquisição pagando o preço de exercício²⁸³. Esse mecanismo permite que o conselho de administração da sociedade visada neutralize os direitos de voto, diluindo o controlo do adquirente sem impor um custo adicional aos acionistas. Dessa forma, a troca se torna uma solução eficiente para proteger a sociedade visada e seus acionistas de uma aquisição hostil, evitando que o preço de exercício funcione como uma barreira financeira para os investidores.

²⁸² VELASCO, Julian, *Just Do It: An Antidote to the Poison Pill*, *Emory Law Journal*, Vol. 52, 2003, pp. 865 e 866.

²⁸³ Ressalta-se o exemplo apresentado por Julian Velasco: “*The act of triggering the poison pill ordinarily would reduce the acquiror's interest in the target company from a 20% stake worth \$300 to a 2.7% stake worth \$170.30. However, if the target company were to exercise its exchange option, it would distribute 1 share per Right to all shareholders other than the acquiror. As a result, 40 new shares would be issued, for a total of 90 outstanding shares.*” *Because no payment would be made for the newly- issued shares, the aggregate value of the company would remain at \$1,500. Thus, each of the 90 shares would be worth \$16.67. The acquiror's 10 shares then would represent an 11% stake in the target company, worth only \$166.70.*” VELASCO, Julian, *Just Do It: An Antidote to the Poison Pill*, *Emory Law Journal*, Vol. 52, 2003, p. 866.

No entanto, a opção de troca proporciona a uma sociedade visada a opção de trocar “alguns ou todos os direitos pelo preço de exercício em dinheiro”. A troca tem essencialmente o mesmo efeito que uma *poison pill* na modalidade *back-end*, reduzindo a participação do adquirente e distribuindo ativos entre os titulares de direitos especiais. O efeito, por conseguinte, resulta em graves prejuízos para o interesse do adquirente na sociedade. O objetivo é que o conselho de administração possa diluir a participação do adquirente sem depender dos acionistas, que têm de “entregar dinheiro para exercer os seus direitos”.

Conclui-se, portanto, que a *exchange option* evita os custos associados ao requisito de os titulares dos direitos especiais exercerem os seus direitos, elimina a dúvida sobre se os titulares de direitos exercerão os seus direitos, dilui a participação do adquirente hostil e dá ao conselho de administração mais “flexibilidade na resposta a um evento desencadeador”²⁸⁴.

4.3.5. *Dead Hand Provision*

A *dead hand provisions* é um mecanismo particularmente controverso e restritivo utilizado em alguns planos de *poison pill* como defesa contra OPAs hostis. Este mecanismo destaca-se por limitar quem, dentro da sociedade, tem o poder de revogar ou modificar uma *poison pill* após sua implementação. Em termos simples, as *dead hand provisions* garantem que apenas certos membros do conselho de administração, geralmente aqueles que estavam no conselho no momento da adoção da *poison pill*, têm o poder de desativar ou modificar esta medida defensiva.

A especificidade das *dead hand provisions* reside em seu caráter restritivo. Normalmente, em uma sociedade que adota uma *poison pill*, o conselho de administração da sociedade ou, em alguns casos, os acionistas têm o poder de desativar a *poison pill* se for considerado do interesse da sociedade, especialmente após mudanças no conselho ou uma oferta mais vantajosa. No entanto, com as *dead hand provisions*, apenas os membros do

²⁸⁴ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p. 651.

conselho de administração que estavam em funções no momento da adoção do mecanismo têm a autoridade para revogar ou alterar a *poison pill*. Isso significa que, mesmo que um novo conselho seja eleito, esses novos membros não poderão alterar a *poison pill*, mas apenas aqueles administradores que adotaram a medida e os seus sucessores que tenham sido aprovados por eles²⁸⁵.

Desta forma, considerando que o novo conselho de administração não terá poderes para revogar a *poison pill*, um adquirente hostil não terá como utilizar o mecanismo das *proxy fights* para substituir os membros do conselho e revogar a *poison pill*, fazendo com que a aquisição da sociedade deixe de ser vantajosa para o adquirente.

No entanto, as *dead hand provisions* têm sido alvo de críticas pela doutrina e jurisprudência devido às restrições que impõem aos direitos dos acionistas e à governança corporativa. A jurisprudência dos tribunais de Delaware estabeleceu que as *dead hand provisions* podem violar os princípios de governança corporativa ao restringirem o poder dos membros do conselho e, conseqüentemente, o direito dos acionistas de eleger um novo conselho que possa implementar suas próprias decisões estratégicas.

No caso *Carmody v. Toll Brothers, Inc.*²⁸⁶, o *Delaware Court of Chancery* declarou que a *dead hand poison pill* era inválida, pois impedia indevidamente o novo conselho de exercer os seus poderes. O tribunal considerou que a *dead hand poison pill* violava a legislação do estado de Delaware, uma vez que criava duas classes de administradores com poderes de voto distintos, o que deveria ter sido estabelecido nos estatutos da sociedade. Ao abrigo do *Unocal test*, o tribunal decidiu que a medida era coerciva, o que levou a *dead hand poison pill* ser considerada uma resposta pouco razoável contra a ameaça em questão.²⁸⁷

²⁸⁵ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p. 651.

²⁸⁶ *Delaware Court of Chancery. Carmody v. Toll Brothers, Inc.*, 723 A.2d 1180, 1184 (Del. Ch. 1998). Acórdão do Tribunal, de 24 de julho de 1998.

²⁸⁷ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p. 653.

Após a invalidação da *dead hand* em Carmody, surgiram variações mais moderadas desta medida. A variação *no hand* ou *delayed redemption* prevê que as *dead hand provision* tenham uma duração limitada. Ou seja, na variação *no hand*, a revogação da *poison pill* pelo conselho de administração fica limitada por um período estabelecido, sendo apenas possível após este período. No entanto, no caso *Mentor Graphics Corp. v. Quickturn Design Systems, Inc.*²⁸⁸, a Suprema Corte de Delaware julgou esta medida inválida.

Neste caso, o *Delaware Court of Chancery* concluiu que, à luz do *Unocal test*, a *no hand pill* adotada constituía uma resposta pouco razoável à ameaça de aquisição. O tribunal considerou que essa cláusula era inválida com base nos fatos específicos do caso em questão, deixando em aberto a sua validade em outras circunstâncias.

Posteriormente, em recurso, a Suprema Corte de Delaware decidiu que a *no hand pill* era inválida por violar a legislação de Delaware, bem como os deveres fiduciários do conselho de administração, de forma semelhante às *dead hand*. A decisão da Suprema Corte estabeleceu um princípio claro no direito de Delaware²⁸⁹, segundo o qual qualquer forma de *dead hand pill* é, por definição, inválida. Essa decisão solidificou a jurisprudência em torno da ilicitude dessas disposições, reforçando os limites legais sobre o controlo excessivo dos conselhos de administração em processos de defesa contra aquisições hostis²⁹⁰.

O tribunal decidiu que a *no hand pill* era inválida à luz dos princípios fundamentais do direito das sociedades comerciais de Delaware, que garantem aos administradores plenos poderes para administrar e conduzir os negócios de uma sociedade estabelecida em Delaware. Assim, uma vez que a *no hand pill* restringia indevidamente os poderes de um

²⁸⁸ *Delaware Court of Chancery. Mentor Graphics Corp. v. Quickturn Design Systems, Inc.*, 728 A.2d 25, 28 (Del. Ch. 1998). Acórdão do Tribunal, de 3 de dezembro de 1998.

²⁸⁹ LETSOU, Peter V., *Are Dead Hand (and No Hand) Poison Pills Really Dead*, *University of Cincinnati Law Review*, vol. 68, n.º 4, 2000, p. 1103.

²⁹⁰ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p. 653.

conselho recém-eleito, violava esse princípio fundamental do direito das sociedades comerciais de Delaware²⁹¹.

Pode-se concluir que, independentemente de quão bem elaborada seja a *poison pill* adotada, haverá situações em que uma *poison pill* não poderá, e nem deverá, impedir uma aquisição hostil. No entanto, adotar uma *poison pill*, o conselho de administração envia um forte sinal ao mercado de que está disposto a enfrentar potenciais aquisições hostis. Com vigilância constante, preparação antecipada e uma redação cuidadosa, o conselho de administração pode aumentar a eficácia dessa medida, ganhando mais poder e tempo para avaliar seus próximos passos e cumprir com seus deveres fiduciários²⁹².

4.4. As “*Brazilian poison pills*”

No âmbito do nosso estudo sobre as *poison pills*, cumpre destacar o fenômeno conhecido como “*brazilian poison pills*” ou “*brazilian pills*”²⁹³, uma adaptação brasileira das tradicionais *poison pills* americanas.

A essência das *poison pills*, tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos da América, é criar uma barreira que dificulte ou torne financeiramente inviável a aquisição de uma sociedade sem a anuência do conselho de administração ou dos acionistas majoritários. As *poison pills* baseiam-se, portanto, em dois princípios fundamentais: (i) funcionam como um mecanismo que permite atrasar o sucesso da OPA hostil, proporcionando aos administradores e acionistas mais tempo para deliberar sobre a proposta de aquisição ou para encontrar uma alternativa que impeça a operação; e (ii) servem como uma ferramenta destinada a evitar completamente a realização de aquisições indesejadas.²⁹⁴

²⁹¹ RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023, p. 654.

²⁹² AQUILA, Francis J., SAWYER, Melissa, *Poison Pills Find New Life as “Raider-like” Activism is on the Rise*, *Business Law Today*, vol. 2014, n.º 9, 2014, p. 2.

²⁹³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel, LOBÃO MELO, Vitor de Britto, *Análise Prática e Considerações Sobre a Realidade e a Aplicação das Medidas de Proteção à Tomada Hostil de Controle nos Estatutos Sociais das Companhias brasileiras (Brazilian Pills)*, in SILVA, Alexandre Couto. *Direito Societário: Estudos sobre a Lei das Sociedades por Ações*, São Paulo: Saraiva, 2013, p. 254.

²⁹⁴ BLOK, Marcella, *Poison Pills: Panorama Atual*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Universidade de São Paulo, 2011, p. 125.

No entanto, no Brasil, a adoção das *poison pills* americanas encontrou diversos obstáculos, razão pela qual a medida teve de ser adaptada ao cenário brasileiro. As *poison pills* tradicionais afrontam diversas disposições da legislação brasileira, no entanto, destacaremos abaixo, de forma resumida, os principais obstáculos enfrentados por esta medida no cenário brasileiro.

Primeiramente, cumpre destacar que o artigo 170 da Lei das Sociedades por Ações, que impossibilita a aquisição de ações com desconto no âmbito de um aumento de capital.²⁹⁵ Adicionalmente, destacamos o artigo 8.º, III, da Resolução da Comissão dos Valores Mobiliários n.º 77, de 29 de março de 2022²⁹⁶, que veda a aquisição de ações pela própria sociedade quando em curso uma OPA. Além disso, a Lei das Sociedades por Ações, conforme previsto no artigo 109.º, § 1.º²⁹⁷, proíbe que acionistas da mesma categoria de ações sejam tratados de forma desigual. Essa regra impede que apenas alguns acionistas possam adquirir ações com a concessão de um prêmio, garantindo igualdade de tratamento entre todos os acionistas dessa categoria.

Nesse sentido, conclui-se que as *poison pills* tradicionais não podem ser validamente utilizadas no Brasil, razão pela qual foram criadas as *brazilian pills*. Esta medida, embora tenha sido apelidada de *poison pill*, não guarda semelhança com as tradicionais *poison*

²⁹⁵ Artigo n.º 170.º da Lei das Sociedades por Ações: “Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I - a perspectiva de rentabilidade da companhia; II - o valor do patrimônio líquido da ação; III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado. (...)

§ 7.º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1.º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.”

²⁹⁶ Artigo 8.º: “A aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão é vedada quando: (...) III - estiver em curso o período de oferta pública de aquisição de ações de sua emissão, conforme definição das normas que tratam desse assunto.”

²⁹⁷ Artigo 109.º, § 1.º, da Lei das Sociedades por Ações: As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

pills, mas, como veremos a seguir, guarda grande semelhança com a OPA obrigatória, prevista no artigo 5.º, n.º 1, da Diretiva das OPAs²⁹⁸ e no artigo 187.º, n.º 1, do CVM²⁹⁹.

As *brazilian poison pill* são, portanto, uma cláusula estatutária³⁰⁰, adotada em assembleia geral, que estabelece que a aquisição de determinado percentual de ações de emissão da sociedade no mercado gera, para o adquirente, o dever de realizar OPA para todos os demais acionistas³⁰¹. Assim, no caso das *brazilian poison pills*, a medida de defesa contra uma aquisição hostil é implementada através de cláusulas nos estatutos sociais das sociedades cotadas, e frequentemente está vinculada à obrigatoriedade de lançamento de uma OPA por parte do adquirente.

As *brazilian poison pills* funcionam determinando que, caso um acionista ou grupo de acionistas venha a adquirir uma participação acionária significativa (normalmente definida entre 15% e 35%)³⁰², ele será obrigado a lançar uma OPA pelo restante das ações em circulação, oferecendo um prêmio substancial sobre o preço de mercado. Esse prêmio pode variar entre 20% e 40% sobre o valor das ações, e a cláusula é estruturada de maneira

²⁹⁸ Artigo 5.º, n.º 1 da Diretiva das OPAs: “Sempre que uma pessoa singular ou coletiva, na sequência de uma aquisição efetuada por si ou por pessoas que com ela atuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confirmem direta ou indiretamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os acionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no n.º 4.”

²⁹⁹ Artigo 187.º, n.º 1, do CVM: “Aquele cuja participação em sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado referida no n.º 1 do artigo 13.º-B ultrapasse, diretamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar imediatamente oferta pública de aquisição sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmem direito à sua subscrição ou aquisição.”

³⁰⁰ Menezes Cordeiro define esta medida defensiva como “OPA estatutária”. CORDEIRO, António Menezes, *A OPA Estatutária Como Defesa Contra Tomadas Hostis*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 58, Vol. I, Lisboa, 1998, p. 140.

³⁰¹ BLOK, Marcella, *Poison Pills: Panorama Atual*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Universidade de São Paulo, 2011, p. 145

³⁰² Parte da doutrina brasileira critica o fato de o percentual de ativação da pílula ser relativamente baixo, ou seja, não abrange um número suficiente de ações para efetivamente provocar uma mudança de controlo na sociedade. Na opinião de Carlos Klein Zanini, a utilização da *poison pill* brasileira, se permitida, deveria ser restrita a situações em que o percentual de participação acionária que desencadeia a oferta pública seja superior ao percentual de ações que está nas mãos do controlador. ZANINI, Carlos Klein, *A Poison Pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência*, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo: Malheiros, 2011, p. 269.

a tornar financeiramente impossível a conclusão da aquisição, especialmente para investidores que não estejam dispostos a pagar tal valor elevado para assumir o controle da sociedade.

Segundo Érica Gorga³⁰³, existem fundamentalmente dois tipos de *brazilian pills*. No primeiro tipo, conhecido como “tipo A”, se um acionista adquirir uma quantidade específica de ações de uma sociedade, ele será obrigado a lançar uma oferta pública para adquirir o restante das ações, a um preço previamente definido nos estatutos da sociedade. Já o segundo modelo, o “tipo B”, impõe ao acionista que já possui uma determinada percentagem de ações e deseja aumentar sua participação, a obrigação de informar suas intenções ao diretor de relações com investidores e à bolsa de valores. Isto irá permitir que seja realizado um leilão aberto, na bolsa de valores, onde outros investidores também podem participar da compra das ações³⁰⁴.

Um ponto controverso das *brazilian pills* é a possibilidade de conferir a estes mecanismos o *status* de “cláusulas pétreas”, isto é, inserir nos estatutos da sociedade uma proibição de que esse mecanismo seja removido. Neste caso, a *poison pill* é acompanhada de outras cláusulas que impedem a sua modificação ou remoção ao estabelecer que: (i) o acionista que votar a favor da modificação ou da supressão da cláusula deverá lançar uma OPA sobre o remanescente das ações; ou (ii) o acionista que adquirir a participação acionária mínima prevista na pílula, mas não lançar a OPA, terá os seus direitos de voto suspensos³⁰⁵.

No entanto, como ensina Modesto Carvalhosa, o caráter imutável das *brazilian pills* é ilegal e imoral, uma vez que constroem o exercício do direito de voto do acionista, o

³⁰³ GORGA, Érica, *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*, in *Northwestern Journal of International Law & Business* 29, 2009, pp. 480 e ss.

³⁰⁴ SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra, *A Tomada de Controle de Companhia Aberta: A Poison Pill à Brasileira*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011, p. 120.

³⁰⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, São Paulo: Saraiva, 2013, p. 333.

qual deve ser manifestado, sempre, de forma livre e em consonância com o interesse social³⁰⁶.

Neste contexto, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)³⁰⁷ pronunciou-se sobre o assunto, através do Parecer de Orientação CVM n.º 36/09, no qual afirmou que as disposições que prejudicam acionistas que votaram a favor da supressão ou alteração das cláusulas que preveem o dever de lançamento da OPA não são compatíveis com diversos princípios e normas da legislação brasileira. A Comissão de Valores Mobiliários, contudo, não proibiu por completo a adoção dessas disposições, mas apenas declarou que, em processos administrativos, os acionistas que votarem a favor da eliminação ou modificação das *brazilian poison pills* não serão penalizados³⁰⁸.

Diversas sociedades cotadas na bolsa de valores de São Paulo (B3), inclusive as sociedades pertencentes ao segmento do Novo Mercado³⁰⁹, passaram a adotar as *brazilian pills* como medida defensiva, garantindo aos seus controladores maior segurança contra possíveis tentativas de aquisição hostil.

A Natura Cosméticos, S.A. foi pioneira no Brasil ao incorporar uma *brazilian pill* nos seus estatutos. Segundo os estatutos da Natura, qualquer investidor que adquirir 25% ou

³⁰⁶ CARVALHOSA, Modesto. *As Poison Pills Estatutárias na Prática: Alguns Aspectos de sua Legalidade*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro, ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.), *Direito Societário: Desafios Atuais*, São Paulo, Quartier latin, 2009, p. 26

³⁰⁷ Órgão regulatório brasileiro em matéria de mercado de valores mobiliários.

³⁰⁸ A CVM considera que impor sanções a acionistas que votem pela remoção ou alteração das cláusulas de proteção à dispersão acionária é incompatível com vários princípios e normas da legislação societária brasileira vigente, incluindo os artigos 115, 121, 122, I, e 129 da Lei n.º 6.404/1976. Por isso, não aplicará penalidades em processos administrativos aos acionistas que, conforme a lei, votem pela alteração ou supressão dessas cláusulas. Comissão de Valores Mobiliários. Parecer de Orientação CVM 36, 23 jun. 2009. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

³⁰⁹ A B3 define o Novo Mercado como um segmento de listagem que se destaca por estabelecer um elevado padrão de governança corporativa. O Novo Mercado tornou-se referência de transparência e boas práticas exigidas por investidores, especialmente em ofertas públicas de grande porte, destinadas a diferentes perfis de investidores, como institucionais, estrangeiros e pessoas físicas. Ao longo da última década, consolidou-se como o segmento para negociação de ações de sociedades que, de forma voluntária, aderem a práticas de governança corporativa mais rigorosas do que aquelas previstas pela legislação brasileira. Assim, as sociedades listadas nesse segmento especial devem seguir um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além de divulgar políticas corporativas e implementar estruturas de fiscalização e controle mais robustas. Segmentos de Listagem – Novo Mercado. Disponível em https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

mais do total das ações da empresa, ou que já detenha essa participação, deve, no prazo de 60 dias após essa aquisição, lançar ou solicitar o registo de uma OPA para aquisição da totalidade das ações da sociedade.³¹⁰

É relevante notar que, num estudo de 2015, concluiu-se que, das 104 sociedades listadas no segmento do Novo Mercado da B3, 51 delas adotavam *brazilian pills* com percentagens de ativação bastante reduzidas, alertando os acionistas controladores sobre uma possível tomada de controlo. Além disso, esses mecanismos incluíam prémios muito elevados, com o intuito de desencorajar financeiramente potenciais adquirentes. Uma grande quantidade de sociedades continha em seus estatutos disposições que dificultavam a remoção das *poison pills*³¹¹.

Assim, podemos concluir que, ainda que as *poison pills* brasileiras não sigam o mesmo mecanismo das tradicionais *poison pills* americanas, a inclusão de disposições estatutárias que implementem o dever de lançamento de uma OPA não veda a tomada de controlo, mas pode desestimular a aquisição de uma sociedade e proteger os interesses da sociedade e dos seus acionistas, especialmente os minoritários.

4.5. A admissibilidade das *poison pills* em Portugal e na União Europeia

Como analisado ao longo deste trabalho, a adoção de medidas defensivas contra uma OPA hostil é bastante limitada no cenário europeu, especialmente em razão das limitações impostas pela regra de não frustração introduzida pela Diretiva das OPAs. No entanto, isso não significa que as sociedades, em particular, os membros do conselho de administração,

³¹⁰ Estatutos da Natura Cosméticos, S.A. “Artigo 31 – Qualquer Acionista Relevante, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 25% (vinte e cinco por cento) do total de ações de emissão da Companhia deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 25% (vinte e cinco por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registo de, conforme o caso, uma oferta pública para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia (“OPA”), observando-se o disposto na regulamentação aplicável da Comissão de Valores Mobiliário – CVM, os regulamentos da B3 e os termos deste artigo.” Estatutos da Natura Cosméticos, S.A. Disponível em <http://siteempresas.bovespa.com.br/DWL/FormDetalheDownload.asp?site=C&prot=711338>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

³¹¹ AMBROZINI, Marcelo Augusto, JUNIOR, Tabajara Pimenta, GAIO, Luiz Eduardo, As pílulas de veneno: cláusulas em estatutos sociais de empresas para dificultar o *takeover* hostil, in RAIMED – Revista de Administração IMED, 5(1), jan./abr. 2015, p. 67. Disponível em <https://seer.atitus.edu.br/index.php/raimed/article/view/646>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

devam adotar uma postura totalmente passiva. Pelo contrário, em determinadas circunstâncias, a adoção de medidas defensivas pode ser benéfica tanto para os acionistas quanto para a própria sociedade.

Nesse contexto, analisamos as medidas defensivas colocadas à disposição das sociedades para combater uma OPA hostil, em particular as *poison pills*, que, como visto, são conhecidas por serem as medidas mais utilizadas e com maior eficácia na defesa das sociedades constituídas nos Estados Unidos da América.

Antes de mais, como já mencionado, não existe apenas uma modalidade de *poison pills* ou *shareholder rights plan*. Os administradores americanos dentro da sua criatividade criam, frequentemente, novas modalidades de *poison pills* para proteger a sociedade (e a si próprios) de aquisições hostis.

Por exemplo, os administradores da sociedade visada podem decidir emitir um grande número de novos títulos especiais para alguns acionistas, que podem converter os seus títulos num grande número de ações ordinárias, caso seja lançada de uma OPA hostil sobre a sociedade. Neste caso, verifica-se que a diluição da percentagem da sociedade visada detida pelo oferente, pelo que será mais oneroso para o oferente adquirir a quantidade de ações necessárias para obter o controlo da sociedade.

Outra modalidade consiste em adicionar aos estatutos da sociedade visada uma disposição segundo a qual os atuais acionistas têm o direito de vender as suas ações a um preço mais elevado (até 100% do preço médio das ações no último período) no caso de o oferente atingir uma percentagem de titularidade das ações. Nesta situação, a consequência é que o preço de aquisição da sociedade se torna muito elevado, pelo que o oferente terá de pagar um montante consideravelmente mais alto para que a sua oferta seja bem-sucedida.

Ainda, *poison pill* na modalidade *flip-in*, a mais comum entre este tipo de medida defensiva, permite aos acionistas da sociedade visada, excluindo o oferente, adquirir ações por um valor inferior ao do mercado ou subscrever novas ações emitidas por um preço reduzido em caso de aumento de capital. Com isso, a tomada de controlo pelo

oferente torna-se significativamente mais cara, seja porque ele precisaria comprar um número maior de ações, seja pela diluição da sua participação quando a pílula é acionada após a oferta³¹².

Assim, pode-se dizer que o principal efeito das *poison pills* não é de impedir a aquisição, mas sim de tornar a aquisição mais onerosa e mais difícil para o oferente e, ainda, de obrigar o oferente a negociar com o conselho de administração as condições da aquisição, de forma a melhorar a oferta apresenta.

No sistema americano, os administradores da sociedade visada são os responsáveis por decidir se adotam ou não uma *poison pill*, sem a necessidade de obter a autorização dos acionistas em assembleia geral. Nesse contexto, surge a questão sobre se os administradores tomam a decisão de adotar a *poison pill* para melhorar a mais-valia dos acionistas ou apenas para defenderem a manutenção dos seus cargos na administração da sociedade.

No entanto, e como vimos anteriormente, a adoção da *poison pill* não aumenta a proteção dos administradores em detrimento dos interesses dos acionistas, na medida em que, quase sempre, não obsta o sucesso da OPA. Na verdade, a *poison pill* não só não impede as ofertas de aquisição, como na realidade permite que os acionistas obtenham um prêmio mais elevado na alienação das ações.

Embora amplamente utilizadas nos Estados Unidos da América como uma estratégia eficaz contra aquisições hostis, as *poison pills* enfrentam desafios regulatórios distintos no contexto europeu. Assim, iremos analisar neste Capítulo se, e em que medida, as *poison pills* podem ser admitidas à luz das normas da União Europeia, em particular no ordenamento jurídico português.

³¹² SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra, A Tomada de Controle de Companhia Aberta: A *Poison Pill* à Brasileira, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011, p. 108.

4.5.1. As *poison pills* e o direito da União Europeia

Como analisado, as *poison pills* constituem, muitas vezes, a emissão de valores mobiliários suscetíveis de impedir de forma duradoura que o oferente assuma o controlo da sociedade visada. Por essa razão, a sua adoção deve ser autorizada pela assembleia geral de acionistas, de acordo com o artigo 9.º da Diretiva das OPAs. Isto significa que, mesmo que em algumas circunstâncias o órgão de administração possa decidir e implementar o aumento de capital e a supressão do direito de preferência, a adoção e ativação das *poison pills* é da competência da assembleia geral.

Há autores³¹³ que defendem que a livre adoção das *poison pills* pelo conselho de administração de uma sociedade encontram alguns obstáculos, sobretudo porque não respeitariam determinados princípios básicos da legislação europeia³¹⁴: (i) as normas relativas ao aumento de capital, em particular ao fato de ser competência da assembleia geral a decisão sobre o aumento de capital; (ii) as normas relativas ao exercício do direito de preferência no aumento de capital; e (iii) o princípio de igualdade entre acionistas.³¹⁵

O primeiro princípio que não seria respeitado pelas *poison pills* seria o previsto no artigo 68.º, n.º 1 da Diretiva 2017/1132, de 14 de junho de 2017³¹⁶ que dispõe que qualquer aumento de capital deve ser deliberado pela assembleia geral. Esta disposição é clara ao afirmar que a competência para autorizar o aumento de capital é da assembleia geral de acionistas. Contudo, o n.º 2 do artigo 68.º, refere que: “os estatutos, o ato constitutivo ou a assembleia geral, podem autorizar o aumento do capital subscrito até um montante máximo por eles fixado, com observância do montante máximo eventualmente previsto na lei. O órgão designado competente para esse efeito deve decidir, se for caso disso, aumentar o capital subscrito, dentro dos limites do montante fixado. Este poder do órgão

³¹³ GILSON, Ronald J., BLACK, Bernard S., *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, New York, University Case Book, 2nd edition, 1995, p. 752.

³¹⁴ GUINÉ, Orlando Vogler, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Coimbra: Almedina, 2009, p. 45.

³¹⁵ MUCCIARELLI, Federico M., *White Knights and Black Knights: does the Search for competitive bids always benefit the shareholders of ‘target’ companies?*, 2006, p. 415. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=910220. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

³¹⁶ Diretiva (UE) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativa a determinados aspectos do direito das sociedades.

tem um prazo máximo de exercício de cinco anos, e pode ser renovado uma ou mais vezes pela assembleia geral, por um período que, para cada renovação, não pode ultrapassar cinco anos.”

Ou seja, se a assembleia geral de acionistas autorizar, é possível conceder ao conselho de administração o direito de proceder ao aumento de capital, que é o passo necessário para adotar uma *poison pill*, tal como referido anteriormente³¹⁷.

O segundo princípio que seria violado pela adoção das *poison pills* seria o direito de preferência, tal como regulado no n.º 1 do artigo 72.º da Diretiva 2017/1132: “em todos os aumentos de capital subscrito por entradas em dinheiro, as ações devem ser oferecidas com preferência aos atuais acionistas, proporcionalmente à parte do capital representada pelas suas ações”. O mesmo artigo, nos seus números 4.º e 5.º dispõe que: “O direito de preferência não pode ser limitado nem suprimido pelos estatutos ou pelo ato constitutivo. A limitação ou supressão deste direito pode, todavia, ser decidida pela assembleia geral” (n.º 4 do artigo 72.º). “A legislação de um Estado-Membro pode estabelecer que os estatutos, o ato constitutivo ou a assembleia geral, deliberando em conformidade com as regras de quórum, de maioria e de publicidade indicadas no n.º 4 do presente artigo, possam conceder o poder de limitar ou de suprimir o direito de preferência ao órgão da sociedade autorizado a decidir o aumento de capital subscrito, nos limites do capital autorizado” (n.º 5 do artigo 72.º).

Podemos observar que os poderes do conselho de administração podem ser significativamente ampliados, desde que a assembleia geral de acionistas autorize essa extensão de competências. Embora a assembleia geral tenha um papel de destaque na Europa, é igualmente importante reconhecer que o conselho de administração pode, caso os legisladores nacionais permitam, exercer amplas competências, especialmente em

³¹⁷ O n.º 4 do artigo 68.º, prevê que as disposições do artigo se aplicam à emissão de quaisquer títulos conversíveis em ações ou providos de um direito de subscrição de ações, mas não é aplicável à conversão dos títulos, nem ao exercício do direito de subscrição. Ou seja, o artigo 68.º pode ser aplicado ao aumento de capital necessário para criar novos títulos para alguns dos acionistas atuais e que podem ser convertidos em ações em caso de aquisição.

questões como o aumento de capital e a exclusão do direito de preferência³¹⁸. Assim, não haveria violação deste princípio, uma vez que pode ser limitado ou suprimido o direito de preferência de determinados acionistas.

O último ponto que pode limitar a admissão dos *poison pills* na Europa é o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, previsto artigo 85.º da Diretiva 2017/1132: “Para a aplicação do presente Capítulo, as legislações dos Estados-Membros devem garantir um tratamento igual a todos os acionistas que se encontrem em condições idênticas”.

A questão que se coloca aqui é se os acionistas que detêm os títulos convertíveis em ações encontram-se em condições idênticas aos demais acionistas, pelo que haveria a violação do princípio da igualdade dos acionistas em caso uma *poison pill* fosse ativada. Como defende Matteo Gatti, não há a violação desse princípio porque (i) os acionistas que detêm os títulos convertíveis em ações não se encontram em condições idênticas com os demais acionistas; e (ii) em determinadas modalidades de *poison pill*, todos os acionistas são abrangidos pela ativação da medida³¹⁹.

Assim, entendemos que as *poison pills* podem ser validamente adotadas, desde que autorizadas pela assembleia geral, ou caso a assembleia geral tenha outorgado poderes no conselho de administração para adotá-las. Neste caso, se a autorização da assembleia geral foi deliberada em momento anterior ao lançamento da OPA, para que o conselho de administração possa adotá-las em momento posterior, será necessária uma nova deliberação da assembleia geral.

4.5.2. As *poison pills* e o direito português

A legislação portuguesa segue a mesma linha adotada pelas diretivas europeias. Como vimos, o artigo 182.º, n.º 2, b) do CVM, proíbe que após o lançamento da OPA, o conselho de administração decida emitir ações ou outros valores mobiliários que confirmem direito

³¹⁸ PARRILLI, Davide Maria, *The Defensive Measures in Case of Takeover Bids: The Italian Perspective*, 2006, p. 46. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=1270562>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

³¹⁹ PARRILLI, Davide Maria, *The Defensive Measures in Case of Takeover Bids: The Italian Perspective*, 2006, p. 46. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=1270562>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

à sua subscrição, uma vez que estes atos alteram a situação patrimonial da sociedade. No entanto, o artigo 182.º, n.º 3, b) do CVM admite que essas medidas sejam autorizadas por deliberação da assembleia geral, expressamente convocada para o efeito, na qual a medida defensiva deve ser aprovada pela maioria exigida para alterar os estatutos.

As *poison pills* podem ser implementadas através da emissão de novas ações com direito de voto, o que aumenta a quantidade de participações sociais necessárias para controlar a sociedade. Em regra, a emissão de capital depende de deliberação da assembleia geral, nos termos do artigo 85.º, n.º 1 do CSC. No caso das sociedades anónimas, os estatutos sociais ou a assembleia geral, podem conferir esse poder ao conselho de administração, nos termos do artigo 456.º, n.º 1 do CSC.

Nos termos do artigo. 458.º do CSC, os atuais acionistas da sociedade têm direito de preferência em subscrever as novas ações emitidas, podendo, contudo, a assembleia geral que deliberar sobre o aumento de capital, limitar ou suprimir o direito de preferência dos acionistas, desde que em respeito ao interesse social (art. 460.º, n.º 1 do CSC). Nos termos do n.º 2 do artigo 460.º, a assembleia geral pode também limitar ou suprimir, pelas mesmas razões, o direito de preferência dos acionistas relativamente a um aumento de capital deliberado ou a deliberar pelo órgão de administração.

Além da emissão de novas ações, a assembleia geral poderá também decidir emitir valores mobiliários que deem antes direito a subscrever capital social no futuro³²⁰. Nos termos do artigo 365.º do CSC, poderão ser emitidas obrigações convertíveis em ações, bem como obrigações que podem ser convertidas em diferentes valores mobiliários emitidos ou detidos pela sociedade, incluindo em *warrants* autónomos. Aqui, a deliberação também deverá ser tomada pela assembleia geral, podendo os estatutos da sociedade remeter a decisão para o conselho de administração (nos termos do art. 456.º do CSC).

Por fim, cumpre destacar que também poderão ser emitidos valores mobiliários que, numa mesma emissão, conferem direitos de crédito iguais, denominados obrigações (termos do

³²⁰ GUINÉ, Orlando Vogler, Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”, Coimbra: Almedina, 2009, p. 44.

artigo 348.º do CSC). Nos termos do artigo 350.º, n.º 1 do CSC, a emissão de obrigações depende de deliberação da assembleia geral. No entanto, os estatutos também podem prever que o conselho de administração delibere sobre a sua emissão.

Por fim, cumpre destacar que, caso a deliberação da assembleia geral que autorizou a emissão das ações ou de outros valores mobiliários tenha sido tomada antes do lançamento da OPA, deverá a assembleia geral ser convocada novamente, agora durante o prazo da oferta, para autorizar novamente o conselho de administração a emitir as ações ou os valores mobiliários³²¹.

Nesse sentido, podemos afirmar que a adoção de diversas modalidades de *poison pill* podem ser adotadas em Portugal, mas desde que autorizadas pela assembleia geral ou desde que a assembleia geral tenha outorgado poderes no conselho de administração para tal.

4.5.3. A experiência francesa

Provavelmente as normas mais interessantes em matéria de defesas contra OPAs hostis proveem do ordenamento jurídico francês. A transposição da Diretiva das OPAs em França ocorreu com a Lei n.º 2006-0387 de 31 de março de 2006³²², passando a prever na legislação francesa três principais elementos: (i) a regra da não frustração, prevista no artigo L. 233-32 (I)³²³ do *Code de Commerce* (muito similar a regra introduzida no artigo 182.º do CVM); (ii) a regra da reciprocidade, prevista no artigo L. 233-33 do *Code de*

³²¹ GARCIA, Augusto Teixeira, OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico, in Boletim da Faculdade de Direito, *Studia Iuridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995, pp. 304-305.

³²² Lei n.º 2006-387, de 31 de março de 2006 - *Loi relative aux offres publiques d'acquisition*. Disponível em <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000000639651>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

³²³ De acordo com este artigo: “Durante o período de aquisição de uma sociedade cujas ações são negociadas num mercado regulamentado, o conselho de administração, o conselho fiscal [...], o CEO, o diretor-geral ou um dos diretores-gerais com poderes devem ter a aprovação prévia da assembleia-geral de acionistas para tomar qualquer medida cuja implementação seja suscetível de fazer fracassar a oferta, com exceção da procura de outras ofertas. [...] III. Qualquer autorização de uma medida cuja execução seja suscetível de fazer fracassar a oferta, com exceção da procura de outras ofertas, concedida pela assembleia geral de acionistas antes do lançamento da oferta, é suspensa durante o período da oferta. Todas as decisões do conselho de administração, do conselho fiscal, do CEO, do diretor-geral ou de um dos diretores-gerais com poderes para tal, tomadas antes do lançamento da oferta, que não tenham sido total ou parcialmente implementadas, que não façam parte da atividade normal da sociedade e cuja implementação seja suscetível de fazer fracassar a oferta, devem ser objeto de aprovação ou confirmação pela assembleia geral.”

Commerce, que tal como a norma prevista no artigo 182.º, n.º 6 do CVM, prevê que a regra de não frustração não é aplicável a caso o oferente não esteja sujeito às mesmas regras; e, finalmente (iii) a possibilidade de as sociedades francesas adotarem e ativarem uma *poison pill* ou *bons d'offre*³²⁴ em caso de uma OPA, nos termos do novo artigo L. 233-32 (II) do *Code de Commerce*.

Nos termos do artigo 233-32 (II) do *Code de Commerce*, a assembleia geral extraordinária dos acionistas da sociedade visada, seguindo os quóruns e maioria exigidos pelo artigo L. 225-98, tem a faculdade de aprovar a emissão de títulos que permitam a subscrição preferencial de ações da sociedade, com distribuição gratuita a todos os acionistas, antes do fim do período da OPA. A assembleia também pode transferir essa competência para o conselho de administração ou para o CEO, definindo o limite máximo de aumento de capital resultante da conversão desses títulos e a quantidade máxima de títulos a serem emitidos³²⁵.

Assim, o legislador francês decidiu outorgar poderes no órgão de administração das sociedades francesas para decidir sobre a emissão dos títulos. Contudo, esta ação do órgão de administração estava condicionada a uma delegação de poderes por parte de uma assembleia geral extraordinária de acionistas, deliberando, no entanto, ao abrigo dos requisitos de quórum e de maioria de uma assembleia geral ordinária, realizada nos 18³²⁶ meses anteriores ao lançamento da oferta³²⁷.

³²⁴ CAVASOLA, Pietro e outros, *Shareholder Activism: A European Perspective*, CMS Corporate/M&A Publication, 2017, p. 37. Disponível em <https://cms.law/en/chl/publication/shareholder-activism-a-european-perspective>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

³²⁵ ABUD, Viviane Rossini Bergamaschi, Apontamentos sobre a Oferta Pública para Aquisição do Controle de Companhia Aberta na França e na União Europeia, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 100.

³²⁶ Caso a deliberação da Assembleia geral tenha ocorrido antes do lançamento da OPA, a deliberação deixará de ter efeitos, com base na regra de não frustração da oferta, exceto caso seja aplicável a regra da reciprocidade (ou seja, o oferente não esteja sujeito às mesmas limitações) ou a deliberação tenha sido tomada nos 18 meses anteriores ao lançamento da oferta. Caso contrário, o conselho de administração deverá obter novamente a autorização da assembleia geral durante o período da oferta para proceder à emissão dos títulos. GRAAS, Jacques, *The Poison Pill: A Cross-Analysis under French and Luxembourg Law*, *International Business Law Journal*, vol. 2010, n.º 6, 2010, p. 549.

³²⁷ DAVIES, Paul L., PIETRANCOSTA, Alain, *The defensive measures provisions of the takeover directive: from ambition to resignation to distrust*, *ECGI Working Paper Series in Law, Law Working Paper*

Verificamos, assim, que o mecanismo das *poison pills* francesas difere do modelo americano, em particular devido ao fato de que em França, o papel da assembleia geral de acionistas é mais amplo, uma vez que este órgão deverá decidir sobre a adoção da pílula ou delegar poderes nos administradores da sociedade para tal. Adicionalmente, ao contrário do que acontece nas *poison pills* americanas, em França os títulos devem ser atribuídos igual e livremente a todos os acionistas, não sendo possível excluir o oferente.

Anos após a transposição da Diretiva das OPAs em França, o legislador francês decidiu alterar a regra de não frustração que havia sido introduzida no ordenamento jurídico francês, nos termos do artigo 9.º da referida diretiva. A Lei 2014-384, de 29 de março de 2014, conhecida como “*Florange Law*” alterou o *Code de Commerce* e passou a prever que “durante um processo de oferta pública de aquisição dirigida a uma sociedade cotada, o conselho de administração ou a comissão executiva, mediante autorização do órgão de fiscalização da sociedade visada, podem tomar quaisquer medidas cuja execução seja suscetível de impedir a oferta, ressalvados os atos expressamente atribuídos às assembleias gerais de acionistas e dentro dos limites do objeto social da sociedade”.

Cumpramos destacar que a lei não eliminou totalmente a regra de não frustração. Nos termos do modificado artigo L.233-32, os estatutos das sociedades podem ainda prever que, no decurso de uma OPA, a adoção de medidas defensivas, bem como a emissão de títulos que permitam a subscrição de ações da sociedade em condições preferenciais e a sua atribuição gratuita a todos os acionistas da sociedade antes do término da oferta, continuem a ser previamente aprovados pela assembleia geral e, ainda, que qualquer delegação de poderes para a adoção de uma medida cuja execução seja suscetível de frustrar a oferta, com exceção da procura por outras ofertas, concedida pela assembleia geral antes do lançamento da oferta, poderá ser suspensa no caso de lançamento de uma OPA.

Ainda, ressaltamos que o poder do conselho de administração para adotar medidas defensivas sem a aprovação prévia dos acionistas não é ilimitado. Em primeiro lugar, aos

n.º 785/2024 2024. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=4887553>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

administradores não poderão adotar medidas relacionadas com atos que a lei confere uma competência exclusiva à assembleia geral de acionistas. Daí resulta que o conselho de administração da sociedade visada não pode, por si só, tomar a iniciativa de alterar os estatutos.

A segunda limitação decorre da exigência de que a adoção de medidas defensivas não prejudique os interesses da sociedade. Uma vez que as medidas defensivas podem ser concebidas para tornar a sociedade visada menos atrativa para o oferente, a necessidade de respeitar o interesse da sociedade é perfeitamente compreensível, mesmo que tal seja obrigatório para todas as decisões da sociedade.³²⁸

Ou seja, França decidiu adotar uma postura mais similar com a adotada nos Estados Unidos da América, concedendo aos administradores vastos poderes para defenderem a sociedade de uma aquisição hostil. Dessa forma, França ampliou a possibilidade de adoção de medidas defensivas, em particular, a adoção das *poison pills* americanas, que eram, ainda que de forma adaptada ao regime francês, passíveis de serem utilizadas na defesa das sociedades.

4.6. Conclusão sobre a admissibilidade das *poison pills*

Finalmente, e considerando o acima exposto, questiona-se: deve Portugal adotar a solução encontrada em França e passar a autorizar de forma quase ilimitada a adoção de medidas defensivas pelo conselho de administração? Em particular, deve ser admitida a adoção das *poison pills* em defesa contra uma OPA hostil?

Primeiramente, entendemos que não é ideal a solução encontrada em França de conceder às sociedades francesas o poder de decidir se desejam ou não impor aos seus administradores a regra de não frustração. Como defendido neste trabalho, somos da opinião que os administradores devem ver os seus poderes de gestão limitados no âmbito

³²⁸ DAVIES, Paul L., PIETRANCOSTA, Alain, *The defensive measures provisions of the takeover directive: from ambition to resignation to distrust*, ECGI Working Paper Series in Law, Law Working Paper n.º 785/2024 2024. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=4887553>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

de uma OPA, de forma a evitar que estes adotem medidas prejudiciais aos acionistas – que podem perder a oportunidade de receber mais valias com a alienação das suas ações caso a OPA não seja bem-sucedida – e até a própria sociedade, por exemplo com a adoção de medidas que afetem o patrimônio da sociedade, como as *crown jewel defenses*.

Por outro lado, entendemos que em determinadas circunstâncias, a adoção de medidas defensivas pode ser benéfica tanto para os acionistas quanto para a própria sociedade.

Assim, defendemos que a adoção das *poison pills* pelo conselho de administração das sociedades visadas deveria ser admitida, uma vez que, como analisámos ao longo deste Capítulo, não implicam mudanças significativas na realidade da sociedade, garantem ao conselho de administração maior margem para negociar a oferta, promovendo um aumento da mais-valia recebida pelos acionistas e, principalmente, quase nunca são ativadas, pelo que os efeitos prejudiciais que a sua ativação teria, não se verifica.

Em linha com Jeffrey Gordon³²⁹, entendemos que uma abordagem alternativa e alinhada com o contexto europeu e português, seria aquela que prioriza a decisão dos acionistas na criação e adoção das *poison pills*. Em nossa opinião, a solução adequada seria conceder aos acionistas a possibilidade de previamente autorizarem os membros do conselho de administração a adotarem determinada *poison pill* em defesa contra uma OPA hostil, sem que para tal fosse necessário novamente obter a aprovação dos acionistas após o lançamento da oferta.

A solução encontrada em França, com a criação das *bons d'offre* parece-nos ser adequada. Ou seja, o legislador criou uma modalidade de *poison pill* que, mediante autorização da assembleia geral, poderá ser adotada pelo conselho de administração como medida defensiva contra uma OPA hostil, sem que para tal seja necessária a obtenção de nova autorização dos acionistas – desde que a autorização tenha sido tomada dentro do prazo estipulado pela lei.

³²⁹ GORDON, Jeffrey N., *Poison Pills and the European Case*, *University of Miami Law Review*, vol. 54, n.º. 4, 2000, p. 839.

Concordamos, também, com a solução apresentada pela *Canadian Securities Administrators*, que propôs a criação de um *menu terms*³³⁰, uma lista, que estabelece os requisitos para que uma *poison pill* fosse validamente adotada pelos membros do conselho de administração. Nos termos desta proposta, o conselho de administração teria poderes para adotar as *poison pills* que ficariam em vigor indefinidamente, desde que essas *poison pills* fossem aprovadas pela assembleia geral da sociedade no prazo de 90 dias após a sua adoção pelo conselho de administração e fossem anualmente reprovadas pela assembleia geral.

No entanto, sugerimos ir ainda mais longe. Sugerimos, a criação de uma lista previamente aprovada pela assembleia geral, através da qual deverão ser especificados os termos e condições de uma *poison pill* que poderia ser validamente adotada pelo conselho de administração, sem a necessidade de obtenção do consentimento da assembleia geral após o lançamento da OPA. Assim, o poder de decisão dos acionistas seria respeitado, mas sem que para tal prejudicasse a célere adoção da medida defensiva pelo conselho de administração.

Somos do entendimento que a aprovação pela assembleia geral da adoção de medidas defensivas pelo conselho de administração após o lançamento da oferta faz com que a medida defensiva seja pouco eficaz. Em primeiro lugar, como analisámos no Capítulo 2 deste trabalho, após o lançamento da oferta, o grupo de controlo da sociedade pode decidir contra a adoção de medidas defensivas de forma a permitir o sucesso de uma oferta que pode não ser benéfica para a totalidade dos acionistas, em particular os acionistas minoritários. Em segundo lugar, a adoção de medidas defensivas, em particular, as *poison pills*, deve ser realizada de forma célere, a fim de garantir que o conselho de administração tenha tempo de defender a sociedade da OPA ou, ainda, de negociar melhores condições para os acionistas. O fato de ter de submeter a adoção de determinadas medidas defensivas a aprovação da assembleia geral após o lançamento da oferta retira a celeridade do processo de defesa, prejudicando, assim, a sociedade e os acionistas.

³³⁰ ENRIQUES, Luca, *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, *Harvard Business Law Review*, vol. 4, n.º 1, 2014, p. 125.

Nesse contexto, entendemos que a decisão sobre a adoção de uma *poison pill* pelo conselho de administração deva ser autorizada pela assembleia geral em momento anterior ao lançamento da oferta. Assim, respeitar-se-ia o poder de decisão dos acionistas e o princípio da igualdade de tratamento, permitindo simultaneamente que os administradores possam adotar a medida defensiva em tempo útil.

Cumprе destacar que a essa solução não viola a Diretiva das OPAs, uma vez que esta já permite que os Estados-Membros optem por não impor a regra da não frustração ao conselho de administração, desde que seja deliberado em assembleia geral. Assim, nada impediria que a assembleia geral aprovasse previamente a adoção de uma *poison pill* pelo conselho de administração.

Em relação ao fato de a adoção de uma *poison pill* resultar quase sempre no aumento de capital da sociedade visada, e que a decisão sobre o aumento de capital é de competência da assembleia geral, no âmbito da sua competência geral para alterar o contrato de sociedade, conforme os artigos 85.º e 87.º do CSC, como vimos, esta competência poderá ser delegada ao conselho de administração. Nos termos do artigo 456.º, n.º 1 do CSC, os estatutos sociais podem autorizar o órgão de administração a aumentar o capital, uma ou mais vezes, por entradas em dinheiro, devendo para tal fixar o limite máximo de aumento e o prazo para o exercício desta competência (nunca excedente a 5 anos), bem como os direitos atribuídos às ações a emitir. Assim, a solução por nos proposta não violaria, também, as disposições da legislação societária portuguesa.

CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo analisar as medidas de defesa colocadas à disposição de uma sociedade visada no âmbito de uma OPA hostil. Inicialmente, pudemos verificar a importância da OPA enquanto instrumento de aquisição de controlo de uma sociedade, na medida em que permite que o oferente possa ultrapassar o grupo de controlo e negociar diretamente com os acionistas a aquisição da sociedade. Em seguida, verificámos que a OPA pode ser caracterizada como hostil quando esta for lançada contra a vontade do conselho de administração da sociedade visada.

No âmbito de uma OPA hostil, poderá haver um conflito de interesses entre os acionistas e os membros do órgão de administração, uma vez que os administradores, ameaçados com a iminência da OPA e, conseqüentemente, com a perda dos seus cargos na sociedade, podem adotar medidas defensivas de forma a frustrar a OPA.

Neste contexto, analisámos a regra de não frustração, introduzida pela Diretiva das OPAs, que dispõe que, após o lançamento da OPA, os administradores deveram abster-se de adotar medidas que possam frustrar a oferta, sem que para tal tenha sido obtida autorização dos acionistas. Contudo, verificámos que a regra de não frustração não obriga os administradores a adotarem uma postura totalmente neutra ou passiva. Pelo contrário, os administradores mantêm um papel fundamental, pois cabe-lhes a responsabilidade de informar e aconselhar os acionistas sobre as oportunidades, condições e implicações da oferta, ajudando-os a tomar decisões mais fundamentadas.

Em seguida, pudemos concluir que, em determinadas circunstâncias, a adoção de medidas defensivas pode ser benéfica tanto para os acionistas quanto para a própria sociedade. Tais medidas, quando devidamente implementadas, podem proteger a sociedade de ofertas que, embora atraentes à primeira vista, possam não refletir o valor real da sociedade ou comprometer a sua continuidade a longo prazo. Nesse sentido, o papel dos administradores, dentro dos limites legais, é essencial para garantir que os interesses da sociedade e dos seus acionistas sejam salvaguardados de propostas inadequadas ou predatórias.

Assim, analisámos as medidas defensivas colocadas à disposição dos administradores, dando especial enfoque na atuação dos órgãos de administração das sociedades norte-americanas, na medida em que o ordenamento jurídico americano concede uma grande liberdade de atuação dos administradores na defesa contra uma OPA hostil.

Verificámos a importância das *poison pills* como medida defensiva no contexto norte-americano. Estas medidas são amplamente utilizadas pelas sociedades americanas, tendo sido desenvolvidas diferentes modalidades de *poison pills* ao longo dos anos.

Por fim, analisámos a admissibilidade das *poison pills* em Portugal, considerando as limitações impostas pela transposição da Diretiva das OPAs ao ordenamento jurídico português. Concluímos que as *poison pills* são medidas eficazes e positivas no âmbito da defesa contra uma OPA hostil e, como vimos, não são utilizadas para frustrar totalmente uma oferta. Na realidade, as *poison pills* permitem que os acionistas obtenham uma maior mais-valia na alienação das suas ações, razão pela qual, entendemos que deveriam passar a ser validamente adotadas pelas sociedades portuguesas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABUD, Viviane Rossini Bergamaschi, Apontamentos sobre a Oferta Pública para Aquisição do Controle de Companhia Aberta na França e na União Europeia, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

ABREU, Jorge Manuel Coutinho (coord.), Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Volume VI, Coimbra: Almedina, 2013.

ABREU, Jorge Manuel Coutinho, Governação das Sociedades Comerciais, Coimbra: Almedina, 2006.

ABREU, Jorge Manuel Coutinho, Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades, IDET, Cadernos n.º 5, Coimbra: Almedina, 2010.

ALVES, Carlos F. O efeito da Família Jurídica na Transposição da Directiva das Ofertas Públicas de Aquisição, CEMPRE, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, n.º 27, 2008. Disponível em https://impactum-journals.uc.pt/notaseconomicas/article/view/2183-203X_27_3. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

AMBROZINI, Marcelo Augusto, JUNIOR, Tabajara Pimenta, GAIO, Luiz Eduardo, As pílulas de veneno: cláusulas em estatutos sociais de empresas para dificultar o *takeover* hostil, in RAIMED – Revista de Administração IMED, 5(1), jan./abr. 2015. Disponível em <https://seer.atitus.edu.br/index.php/raimed/article/view/646>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

ANTUNES, José Engrácia, Direito das Sociedades, 2ª edição, Porto, 2011.

AQUILA, Francis J., SAWYER, Melissa, *Poison Pills Find New Life as “Raider-like” Activism is on the Rise*, *Business Law Today*, vol. 2014, n.º 9, 2014.

ARMOUR, John, CHEFFINS, Brian R., *The Origins of the Market for Corporate Control*, *ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper* n.º 226/2013, 2013. Disponível em https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id2324427.pdf. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

ARMOUR, John, JACOBS, Jack B., MILHAUPT, Curtis J., *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework*, *Harvard International Law Journal*, Vol. 52, n.º 1, 2011.

ARMOUR, John, SKEEL Jr., David A., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and U.K. Takeover Regulation*, *All Faculty Scholarship*, 2007. Disponível em

https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/687. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

AVEDIAN, Averik, CRONQVIST, Henrik e WEIDENMIER, Marc, *Corporate Governance and the Creation of the SEC*, *Swedish house of Finance Research Paper* n.º 15-03, 2015. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2498007. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

BEBCHUK, Lucian Arye, FERRELL, Allen, *Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers*, 99 *Colum. L. Rev.* 1168, 1999.

BEBCHUK, Lucian Arye, COATES IV, John C., SUBRAMANIAN, Guhan, *The Power of Takeover Defenses*, February 2007. Disponível em https://pcg.law.harvard.edu/wp-content/uploads/papers/2007sp_Subramanian.pdf. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

BERTOLOTTI, Gianluca, *La Defesa Italiana de la OPA Hostil*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 5, 2009.

BONELL, Ramón, *Manual de Opas*, *Difusión Jurídica*, Madrid, 2013.

BLOCK, Dennis J., *Defensive Measures in Anticipation of and in Response to Unsolicited Takeover Proposals*, *University of Miami Law Review*, vol. 51, n.º 3, 1997.

BLOK, Marcella, *Poison Pills: Panorama Atual*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Universidade de São Paulo, 2011.

BRAENDEL, Addison D., *Defeating Poison Pills Through Enactment of a State Shareholder Protection Statute*, 2000. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=261770>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

BRUNER, Robert F., *Applied Mergers and Acquisitions*, New Jersey: Wiley, 2004.

BRUNER, Robert F., *The Poison Pill Anti-takeover defense: The Price of Strategic Deterrence*, 1991, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2012.

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

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª edição, Coimbra: Almedina, 2018.

CARVALHOSA, Modesto. *As Poison Pills Estatutárias na Prática: Alguns Aspectos de sua Legalidade*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro, ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.), *Direito Societário: Desafios Atuais*, São Paulo, Quartier Latin, 2009.

CASCANTE, Christian, TYROLT, Jochen, *Germany Takeover Guide (Gleiss Lutz n.d.)*. Disponível em <https://www.ibanet.org/document?id=Takeover-guide-Germany-2023>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

CAVASOLA, Pietro e outros, *Shareholder Activism: A European Perspective*, CMS Corporate/M&A Publication, 2017, p. 37. Disponível em <https://cms.law/en/chl/publication/shareholder-activism-a-european-perspective>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

COHEN, Manuel F., *A Note on Takeover Bids and Corporate Purchases of Stock*, in *Business Lawyer*, Vol. 22, n.º 1, 1966. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/40684141>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

COUTO, Ana Sá, *Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA*, Cadernos Mercado de Valores Mobiliários, Lisboa: CMVM, n.º 25, 2006.

CORDEIRO, António Menezes, *A OPA Estatutária Como Defesa Contra Tomadas Hostis*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 58, Vol. I, Lisboa, 1998.

CORDEIRO, António Menezes, *Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 54, Vol. III, Lisboa, 1994.

CORDEIRO, António Menezes, *Direito das Sociedades I – Parte Geral*, 3ª edição, Coimbra: Almedina, 2011.

CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 6ª edição Coimbra: Almedina, 2016.

CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª edição, Coimbra: Almedina, 2019.

DAVIES, Paul L., PIETRANCOSTA, Alain, *The defensive measures provisions of the takeover directive: from ambition to resignation to distrust*, *ECGI Working Paper Series in Law, Law Working Paper n.º 785/2024* 2024. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=4887553>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

DEMOTT, Deborah A., *Pac-Man Tender Offers*, *Duke Law Journal*, vol. 1983, n.º 1, 1983.

DENKEWALTER, J. Kurt, *Poison Pills: Is the Flip-in Flipping Out*, *University of Dayton Law Review*, vol. 14, n.º 3, 1989.

ENRIQUES, Luca, *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, *Harvard Business Law Review*, vol. 4, n.º 1, 2014.

FERREIRA, Amadeu José, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: AAFDL, 1997.

FERREIRA, Manuel Requicha, *Opa Concorrente*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. X, AA. VV. - Instituto dos Valores Mobiliários, 1ª Edição, 2011, Coimbra: Coimbra Editora.

FRAGOSO, Luís, *A OPA Inibitória e a Limitação de Poderes da Sociedade Visada – O art. 182.º do CVM*, in *Verbo Jurídico*, 2005.

FREITAS, Giulia Barreto, *As Poison Pills como Mecanismo de Defesa de Sociedades Anónimas de Capital Aberto em caso de Oferta Pública de Aquisição Hostil*, Monografia apresentada como requisito para conclusão do curso de direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2022.

GAUGHAN, Patrick A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. 5 ed., New Jersey: John Wiley & Sons, 2011.

GARCIA, Augusto Teixeira, *OPA da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico*, in *Boletim da Faculdade de Direito, Studia Iuridica* 11, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 1995.

GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 *Stanford Law Review*, 1981.

GILSON, Ronald J., BLACK, Bernard S., *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, New York, *University Case Book*, 2nd edition, 1995.

GIRALDO, Carlos Andrés Laguado, CAÑÓN, Maria Paula Díaz, *Modern Conception of Business Judgment Rule: A Case Study on Delaware Jurisprudence*, in *International Law: Revista Colombiana de Derecho Internacional*, Vol. 3, n.º 5, Pontifícia Universidad Javeriana, Bogotá, 2005.

GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc, *Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe*, Tjalling C. Koopmans Research Institute, Utrecht School of Economics, Utrecht University, *Discussion Paper Series* n.º 05-19, 2005.

GOMES, José Ferreira, *A Discrecionariedade Empresarial, a Business Judgment Rule e a Celebração de Contratos de Swap (e Outros Derivados)*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Ensaios de Homenagem a Amadeu Ferreira*, Vol. II, 2015.

GOMES, José Ferreira, GONÇALVES, Diogo Costa, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, Vol. I, Lisboa: AAFDL, 2018.

GORDON, Jeffrey N., *Poison Pills and the European Case*, *University of Miami Law Review*, vol. 54, n.º. 4, 2000.

GORGA, Érica, *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*, in *Northwestern Journal of International Law & Business* 29, 2009.

GOSHEN, Zohar, STEEL, Reilly S., *Barbarians Inside the Gate: Raiders, Activists, and the Risk of Mistargeting*, in *The Yale Law Journal*, Vol. 132, n.º 2, 2022, p. 416.

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

GRAAS, Jacques, *The Poison Pill: A Cross-Analysis under French and Luxembourg Law*, *International Business Law Journal*, vol. 2010, n.º 6, 2010.

HABLUTZEL, Philip N., SELMER, David R., *Hostile Corporate Takeovers: History and Overview*, *Northen Illinois University Law Review*, vol. 8, n.º 2, 1988.

HELMAN, Robert A., JUNEWICZ, James J., *A Fresh Look at Poison Pills*, *Business Lawyer (ABA)*, Vol. 42, n.º 3, 1986-1987.

HOPT, Klaus J., *A harmonização do Regime das Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) na Europa*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2004.

JUSTE, Santiago González, *Possibilidades de Defensa del Órgano de Administración ante una Oferta Pública de Adquisición de Acciones: Análisis Comparativo con el Derecho Estadounidense*, *Tese Grado en Derecho y Diploma en Business Law*, *Universidad Pontificia Comillas, Facultad de Derecho*, 2019.

KITCHEN, J., VARALLO, G., ALICKS, F., *Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc.: A Case Study on the Use (and Usefulness) of Experts in Delaware Corporate Litigation*. Disponível em <https://www.rlf.com/wp-content/uploads/2020/05/Entire-Article.pdf>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

KLANČNIK, Dora, *Effectiveness of Poison Pills in European and International Law*, *EU Law Working Papers* n.º 52, *Stanford-Vienna Transatlantic Technology Law Forum*, 2021.

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *As Medidas Defensivas Contra Uma Oferta Pública de Aquisição Hostil*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2007.

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *A Responsabilidade Civil no Âmbito da OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2003.

LETSOU, Peter V., *Are Dead Hand (and No Hand) Poison Pills Really Dead*, *University of Cincinnati Law Review*, vol. 68, n.º 4, 2000.

LIPTON, Martin, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, *The Business Lawyer*, Vol. 35, 1979.

LOURENÇO, Nuno Calaim, *Os deveres de administração e a Business Judgment Rule*, Coimbra: Almedina, 2011.

LOWRY, John P., *Poison Pills in US. Corporations -A Re-Examination*, *Journal of Business Law*, 337- 340, 1992.

LUZ, Gonçalo Le Coroller Magro, *Do Conflito de Interesses em sede de Oferta Pública de Aquisição Hostil*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2020.

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

MAGALHÃES, Pedro Alexandre Mota, *O Papel dos Administradores Quando a Sociedade que Administram é Alvo de uma OPA*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2012.

MENEZES, Maria Cristina Vital Brasil Bogado Teles, *Governo das Sociedades: As Sociedades Abertas como Paradigma do Regime. Abordagem à Luz do Direito Português e do Direito Brasileiro*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2010.

MOELLER, Scott, *Case Study: Kraft's takeover of Cadbury*. Disponível em <https://www.ft.com/content/1cb06d30-332f-11e1-a51e-00144feabdc0>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

MORAIS, Marco Solino Milhazes, *OPA Hostil: Dos Conflitos de Interesses*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2015.

MUCCIARELLI, Federico M., *White Knights and Black Knights: does the Search for competitive bids always benefit the shareholders of 'target' companies?*, 2006. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=910220. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

MÜLBERT, Peter O., *Corporate Governance of Banks*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. X, AA.VV. – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2011.

MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, São Paulo: Saraiva, 2013.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel, LOBÃO MELO, Vítor de Britto, *Análise Prática e Considerações Sobre a Realidade e a Aplicação das Medidas de Proteção à Tomada Hostil de Controle nos Estatutos Sociais das Companhias brasileiras (Brazilian Pills)*, in SILVA, Alexandre Couto. *Direito Societário: Estudos sobre a Lei das Sociedades por Ações*, São Paulo: Saraiva, 2013.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso, *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*, São Paulo: Quartier Latin, 2011.

NEVES, Rui de Oliveira, PINTO, Priscila Macedo, *Revisão e Simplificação do Regime das OPA*, in *Revisão do Código dos Valores Mobiliários – Um Roteiro*, Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados, 2022. Disponível em https://www.mlgs.pt/xms/files/site_2018/Newsletters/2022/Revisao_do_Codigo_dos_Valores_Mobiliarios_-_um_roteiro.pdf. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

OLIVEIRA, Madalena Perestrelo, *Direito de Voto nas Sociedades Cotadas: da Admissibilidade de Categorias de Ações com Direito de Voto Plural às L-shares*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VII, n.º 2, Coimbra: Almedina, 2015.

OLIVEIRA, Nuno Manuel Pinto, *Responsabilidade Civil dos Administradores - entre o Direito Civil, Direito das Sociedades e Direito da Insolvência*, Coimbra: Coimbra Editora, 2015, p. 27.

PARRILLI, Davide Maria, *The Defensive Measures in Case of Takeover Bids: The Italian Perspective*, 2006, p. 46. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=1270562>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

PEREIRA, Jorge Brito, *Limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários, Volume II, AA.VV.* – Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 2001.

PEREIRA, Jorge Brito, *A OPA concorrente após a revisão do Código dos Valores Mobiliários*. Disponível em <https://rdfmc.com/wp-content/uploads/2024/01/1-Jorge-Brito-Pereira-1.pdf>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

PERDIGOTO, Catarina Isabel de Castilho Brêda, *A conduta da administração da sociedade visada por OPA: a regra de não frustração*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2020.

PINTO, Ana Rita Mirra Marques, *As Medidas de Defesa Anti-Opa*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2016.

PINTO, Rita Oliveira, A Extinção do Estatuto da Sociedade Aberta *in* Caderno do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários, Coordenação CMVM, Coimbra: Almedina, 2021.

REDMOND, James, *A Comparative Assessment of the Law Relating to Hostile Takeovers in the US and EU*, *King's Inns Law Review*, vol. 10, 2021.

RIYAZ, Jeezan, *Anti-Takeover Provisions and Failed Acquisitions*, *International Journal of Law Management & Humanities*, Vol. 3, 2020.

RODRIGUES, Jorge, *Corporate Governance: Uma Introdução*, Edições Pedagogo, 2008.

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

RYDER, Margaret K., *The Poison Pill: Are Shareholder Rights Still Protected?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 47, n.º 3, 2023.

SERETAKIS, Alexandros, *Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the United Kingdom and the United States: A Case against the United States Regime*. *Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 8, n.º 2, 2013.

SILVA, Laís Leite, *Medidas de Defesa Contra a Tomada de Controle Hostil de Companhias Abertas*, *in* Revista do Curso de Direito Strong, n.º 2/2021.

SILVEIRA, Bernardo Maria Ribeiro de Almeida da, *OPA e a limitação estatutária ao exercício dos direito de voto, A Constituição do Dever de Lançamento de OPA a partir da Atribuição do direito de voto às Acções Preferenciais sem Voto e as Blindagens Estatutárias*, Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2015.

SOARES, Felipe Gabriel, *Hostile Takeovers: Seus Principais Mecanismos de Defesa e Aplicação no Brasil*, Monografia apresentada ao programa de LLM, Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2017.

SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra, *A Tomada de Controle de Companhia Aberta: A Poison Pill à Brasileira*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

TACHMATZIDI, Isidora, *Takeover Defenses in the United Kingdom*, *in International Journal of Economics and Business Administration Volume VI, Issue 4*, 2018.

TORRES, Isabel Fernández, *Luces y Sombras en la Reforma de OPAs: el Papel de la Junta General en relación con las Medidas Defensivas*”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense*, 2008.

TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millennium*, *New York Law School Law Review* 51, n.º 3, 2006-2007.

THEOBALD, Tyler, *Hostile Takeovers and Hostile Defenses: A Comparative Look at U.S. Board Deference and the European Effort at Harmonization*, *International Trade Law Journal*, vol. 15, n.º 2, 2006.

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

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

VELASCO, Julian, *Just Do It: An Antidote to the Poison Pill*, *Emory Law Journal*, Vol. 52, 2003.

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

VIÇOSO, Magda; ROSA, Marta Pereira, *Supressão da figura de “sociedade aberta” – principais impactos da perspetiva dos emitentes, dos investidores e dos newcomers, in Revisão do Código dos Valores Mobiliários – Um Roteiro*, Moraes Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados, 2022.

ZANINI, Carlos Klein, *A Poison Pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência*, in ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo: Malheiros, 2011.

ZWECKER, Andrew, *The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation But Still No Harmonization Among Member States on Acceptable Takeover Defenses*, *Tulane Journal of International and Comparative Law*, Vol. 21, n.º 1, 2012.

DOCUMENTOS DISPONÍVEIS ONLINE E SITES CONSULTADOS

A Timeline of Billionaire Elon Musk's Bid to Control Twitter. Disponível em <https://apnews.com/article/twitter-elon-musk-timeline-c6b09620ee0905e59df9325ed042a609>. Último acesso: em 24 de setembro de 2024.

Agreement and Plan of Merger, celebrado entre X Holdings I, INC., X Holdings II, Inc. e Twitter, Inc., em 25 de abril de 2022. Disponível em <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000119312522120461/d310843dex21.htm>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

Completing the Internal Market: White Paper From the Commission to the European Council (Milan, 28-29 June 1985). Disponível em <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/4ff490f3-dbb6-4331-a2ea-a3ca59f974a8/language-en>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

Delaware General Corporation Law. Disponível em <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32004L0025>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

Diretiva 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L1132>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

Estatutos da Natura Cosméticos, S.A. Disponível em <http://siteempresas.bovespa.com.br/DWL/FormDetalheDownload.asp?site=C&prot=711338>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

Lei n.º 2006-387, de 31 de março de 2006 - *Loi relative aux offres publiques d'acquisition*. Disponível em <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000000639651>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

Netflix takes poison pill to ward off Icahn takeover, 5 de novembro de 2012. Disponível em <https://www.bbc.com/news/business-20214401>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

O que é a “pílula de veneno”, medida que o Twitter quer utilizar para travar a compra de Elon Musk?, 18 de abril de 2022. Disponível em <https://observador.pt/especiais/o-que-e-a-pilula-de-veneno-medida-que-o-twitter-quer-utilizar-para-travar-a-compra-de-elon-musk/>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

Parecer de Orientação CVM 36, 23 jun. 2009. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades (2013). Disponível em <https://www.cmvm.pt>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

Securities Exchange Act 1934, Section 14 (d) (10). Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14d-10>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

Securities Exchange Act 1934, Section 14 (d) (1). Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.14d-1>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

Segmentos de Listagem – Novo Mercado. Disponível em https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

Twitter Adopts 'PoisonPill' to Block Elon Musk Takeover Bid. Disponível em <https://www.npr.org/2022/04/15/1093077611/twitter-board-poison-pill-elon-musk>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

What is a "Poison Pill" Defense?. Disponível em <https://www.nytimes.com/2022/04/15/business/twitter-poison-pill-explainer.html>. Último acesso em: 24 de setembro de 2024.

Why Businesses Choose Delaware, disponível em <https://corplaw.delaware.gov/why-businesses-choose-delaware/>. Último acesso em 24 de setembro de 2024.

JURISPRUDÊNCIA

Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Versata Enterprises v. Selectica, Inc.*, 5 A.3d 586 (Del. 2010). Acórdão do Tribunal, de 4 de outubro de 2010.

Delaware Court of Chancery. Mentor Graphics Corp. v. Quickturn Design Systems, Inc., 728 A.2d 25, 28 (Del. Ch. 1998). Acórdão do Tribunal, de 3 de dezembro de 1998.

Delaware Court of Chancery. Carmody v. Toll Brothers, Inc., 723 A.2d 1180, 1184 (Del. Ch. 1998). Acórdão do Tribunal, de 24 de julho de 1998.

Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995). Acórdão do Tribunal, de 11 de janeiro de 1995.

Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (1994). Acórdão do Tribunal, de 4 de fevereiro de 1994.

Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989). Acórdão do Tribunal, de 24 de julho de 1989.

US District Court for the Southern District of New York. Amalgamated Sugar Co. v. NL Industries, 644 F. Supp. 1229 (S.D.N.Y. 1986). Acórdão do Tribunal, de 5 de agosto de 1986.

Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986). Acórdão do Tribunal, de 13 de março de 1986.

Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A. 2d, 1346 (Del. 1985). Acórdão do Tribunal, de 19 de novembro de 1985.

Suprema Corte de Delaware (*Delaware Supreme Court*). *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985). Acórdão do Tribunal, de 10 de junho de 1985.

U.S. District Court – District of Maryland. Martin Marietta Corp. v. Bendix Corp., 549 F. Supp. 623 (D. Md. 1982). Acórdão do Tribunal, de 22 de setembro de 1982.