

DA TOMADA DE SOCIEDADES (*TAKEOVER*):
EFECTIVAÇÃO, VALORAÇÃO E TÉCNICAS
DE DEFESA

Pelo Prof. Doutor António Menezes Cordeiro

I — Introdução

1. *Ideia geral e terminologia*

I. Na linguagem mobiliária e empresarial, *takeover* é a operação de tomada de controlo de sociedades, através de outras sociedades ou de pessoas singulares.

Apesar de se tratar de designação consagrada, há que dotar o português jurídico duma expressão que traduza a ideia de *takeover*. Propõe-se, até melhor, o termo «tomada» ou «tomada de sociedades».

II. Aquando duma tomada, as sociedades visadas dizem-se, na literatura da especialidade, *targets*, *target companies* ou *Zielgesellschaften*; em português, propõe-se «sociedades-alvos» ou, simplesmente, «sociedades visadas». Por seu turno, as sociedades actantes são — ou podem ser, como adiante melhor se verá — *raiders*, *raider companies* ou *Initiativgesellschaften* ⁽¹⁾. Em vernáculo, poder-se-á dizer «entidade tomadora» ou, quando se esteja na fase que antecede a tomada propriamente dita, a «entidade oferente».

⁽¹⁾ WALTER R. SCHLUEPP, *Lautenkeitsrechtliche Aspekte des "Unfriendly Takeover"*, SAG 1988, 89-105 (89).

III. A simples noção de «tomada» ou de *takeover* não permite exprimir a subtilidade subjacente ao tema aqui proposto para reflexão. Para tanto, haverá que abrir algumas precisões no seio do conceito geral de aquisição da empresa.

2. *O takeover como modo de aquisição duma empresa*

I. O campo do *takeover* abre no das aquisições de empresas. Na verdade, o Direito usa, há muito, o conceito económico de empresa, mau grado as imprecisões jurídicas a que ele conduz.

Diz-se empresa uma organização de meios materiais, de meios imateriais e de meios humanos, com vista a desenvolver um resultado produtivo ⁽²⁾. Já se insistiu na inclusão do escopo da empresa na sua própria noção ⁽³⁾. A ideia de empresa, porém, repousa mais na existência duma organização humana e material do que no escopo: em muitos casos este pode, aliás, ser alterado, sem interferir na identidade da empresa.

Esta articulação económica pode coincidir, ou não, com a jurídica. Uma empresa pode pertencer — ou «caber» — a uma única sociedade, numa aparente coincidência entre ambas as noções. Pode, também, pertencer a uma pessoa singular. Mas são facilmente configuráveis situações nas quais uma sociedade — ou uma pessoa singular — detenha duas ou mais empresas, bem como casos inversos: uma empresa ver os seus diversos sectores pertencerem a entidades diferentes, ainda que concertadas.

II. Juridicamente, a empresa não é titular de direitos nem destinatária de obrigações. Não tem, pois, personalidade jurídica, antes surgindo como um objecto ⁽⁴⁾.

⁽²⁾ MENEZES CORDEIRO, *Direito da Economia*, 1.º vol. (1986), 232.

⁽³⁾ THOMAS RAISER, *Unternehmensziele und Unternehmensbegriff*, ZHR 144 (1980), 206-231 (229).

⁽⁴⁾ Há legislação económica e fiscal que comina deveres às empresas, enquanto tais. Fica aberta a porta a um alargamento, ainda que para esses efeitos muito restritos, da ideia de pessoa colectiva, podendo adiantar-se ideias como «personalidade rudimentar» ou «personalidade juseconómica». O ponto não tem de ser, aqui, aprofundado. Trata-se, porém, dum objecto complexo: abrange — ou pode abranger — diversas coisas corpóreas,

Pois bem: exigir, para a transmissão duma empresa, a cedência, em separado e de acordo com as regras próprias, de todos os elementos que a compõem, equivaleria a inviabilizar, na prática, qualquer operação dessa natureza.

III. Desde o princípio do século, a Ciência do Direito tem admitido a livre transmissão das empresas, em termos simples e unitários ⁽⁵⁾. Tal transmissão pode efectivar-se por uma de duas vias, hoje pacificamente reconhecidas ⁽⁶⁾:

- a compra directa da empresa;
- a compra de posições sociais da entidade detentora da empresa.

Ambas as vias suscitam, na parte respeitante ao objecto, problemas paralelos, solucionados por regras similares. De toda a maneira, há especificidades a reter. Assim, na hipótese da compra de posições sociais, verificam-se as seguintes particularidades:

- o controlo da empresa consegue-se, por vezes, através da aquisição, apenas, de parcelas de posições sociais: fica, assim, mais barata;
- a aquisição dessas posições é feita a accionistas que, muitas vezes, não têm contactos com a empresa; podem, assim, vender em termos de pura realização de mais-valias;

elementos imateriais de natureza variada, posições em contratos, incluindo contratos e trabalho e, depois, o elemento organizatório. Nessa complexidade, encontramos elementos transmissíveis e elementos que, tomados isoladamente, seriam intransmissíveis. Por seu turno, nos transmissíveis encontramos elementos submetidos a regras diversificadas: transmissão simples, transmissão formal e transmissão sujeita ao acordo duma terceira entidade, nas hipóteses de cessão da posição contratual.

⁽⁵⁾ Cf. OPIKOFER, *Das Unternehmensrecht* (1927), 70 ss. e MÜLLER-ERZBACH, *Deutsches Handelsrecht*, 2/3 ed. (1928), 79. Hoje, por todos, JAUERNIG/VOLLKOMMER, *BGB* 7.ª ed. (1994), § 433 (478-479) e PALANDT/PUTZO, *BGB*, 53.ª ed. (1994), § 433 (482).

⁽⁶⁾ Por todos: HOLZAPFEL/PÖLLATH, *Recht und Praxis des Unternehmenskaufs*, 7.ª ed. (1994), 68, BEISEL/KLUMP, *Der Unternehmenskauf*, 2.ª ed. (1991), 41 (Nr. 135), ULRICH HUBER, *Mängelhaftung beim Kauf von Gesellschaftsanteilen*, ZGR 1972, 395-420 (405) e JÜRGEN F. BAUR, *Die Gewährleistungshaftung des Unternehmenskäu-fers*, BB 1979, 381-387 (381).

- o projectado adquirente vai lidar com títulos que proporcionam operações financeiras acessíveis e rápidas; torna-se mais fácil montar esquemas de financiamento e aprontar liquidez.

O *takeover* surge nesta ambiência de maior dinamismo e de uma certa facilidade. Ele abrange a aquisição de empresas através da compra de participações societárias. Por isso se falará em *takeover* societário ou, simplesmente, tomada de sociedade.

IV. Há ainda um ponto característico, que distingue o *takeover* duma comum aquisição de empresa: a sua instrumentalidade. Na prática económica e mobiliária, a aquisição comum duma empresa visa proporcionar ao adquirente todas as benesses inerentes ao *status* de dono. Designadamente, ela permitir-lhe-á dirigir a empresa, fazê-la produzir, auferir os lucros ou vendê-la, facturando eventuais mais-valias. E, em troco disso, pagará o preço.

Num *takeover*, o adquirente tem — além desses — outros objectivos. E designadamente, ele pode:

- pretender juntar, à sua, uma nova empresa, de modo a gerar sinergias ⁽¹⁾, mediante um fenómeno de coordenação, de colaboração ou de ajuda mútua;
- procurar pôr cobro a uma actuação concorrente;
- visar uma aquisição fácil, com pagamentos (muito) inferiores ao valor da empresa a adquirir;
- aspirar a um lucro imediato, mediante o desmantelamento subsequente da empresa-alvo.

V. A ideia de *takeover* anda, assim, em torno da aquisição duma empresa, através da compra de posições sociais, de modo a tirar partido de particularidades do mercado mobiliário e com fins que transcendem a simples aquisição realizada.

Como se vê, não se trata de nenhuma definição jurídica minimamente precisa, mas apenas dum tipo, ainda que desfocado, de

(1) *The definition of synergy is two plus two equals five, and it happens about that often.*

actuação mobiliária. Por isso se conserva a designação anglo-saxónica, comum, aliás, também nos Direitos continentais: *takeover*.

3. A relevância do tema

I. As tomadas de empresas são inerentes à livre disponibilidade dos bens. Tal livre disponibilidade é geral e garantida nas economias de mercado.

No entanto, na última década, assistiu-se a uma intensificação do fenómeno. Assim, em 1985, verificam-se, nos Estados Unidos, 3400 aquisições de empresas, movimentando 235 biliões de dólares. Em 1986, esses números subiram para 3600 e 267, respectivamente ⁽⁸⁾. Algumas das aquisições deram azo a operações espectaculares, com grande cobertura nos órgãos de informação ⁽⁹⁾.

II. A «febre americana» dos *takeovers* estende-se à Europa, através do Reino Unido ⁽¹⁰⁾. Algumas operações ficaram célebres, com relevo para as OPAs da Siemens e da General Electric sobre a Plessey, com uma oferta que atingiu, em moeda portuguesa, o meio bilião de contos, da Olivetti (Carlo di Benedetti) sobre a Société Générale de Belgique, da Seagram sobre a Cognac-Martell, da Demilac (Nestlé e Indosuez) sobre a Perrier e do Banco Comercial Português sobre o Banco Português do Atlântico. Com êxitos diversos, estas operações visaram processos normais de concentração de empresas e não o saque (*raid*), puro e simples, das empresas visadas.

Pode assim considerar-se que os *takeovers* europeus têm características menos contundentes do que os americanos. Aliás, a

⁽⁸⁾ BERNHARD FREIHERR VON FALKENHAUSEN, *Das «takeover-Game» — Unternehmenskäufe in den USA*, FS Stiefel 80. (1987), 163-195 (163 ss.).

⁽⁹⁾ ECKART SÜNNER, *Take-overs, made in USA*, AG 1987, 276-284 (276 s.). Cf. HANS-JOCHEN OTTO, *Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr*, DB, Beilage Nr. 12/88, 2.

⁽¹⁰⁾ LUTTER/WAHLERS, *Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts*, AG 1989, 1-17(1). Vide, também, STEFANO MOGINI/ALESSANDRO MUNARI, *L'«affaire Perrier»/La regolamentazione del mercato finanziario e la nuova disciplina delle offerte pubbliche in Francia/ Ricerche e materiali di studio* (1993).

legislação existente sobre OPAs, por exigência comunitária, sempre permite prevenir alguns excessos registados além-Atlântico.

III. O tema dos *takeovers* tem, assim, interesse prático imediato. Na verdade, por liberal que seja o meio em que o fenómeno se ponha — e nunca nenhum o é totalmente — terá sempre de haver regras aplicáveis. Quando não sejam explícitas, cabe recorrer aos princípios gerais ⁽¹⁾.

Além disso, o estudo dos *takeovers* é um excelente campo para meditação e para aperfeiçoamento do Direito mobiliário e do Direito societário. Institutos gerais do Direito, como a inadmissibilidade de comportamentos abusivos e o princípio da tutela da confiança são, também, chamados a exercer uma acção sindicante.

IV. Nos Estados Unidos, têm surgido, nos últimos anos, múltiplas intervenções jurídicas sobre o tema ⁽²⁾. Já no Continente, mau grado a habitual liderança das publicações alemãs, a produção é considerada escassa. Em Portugal, descontadas algumas intervenções sobre ofertas públicas de aquisição (OPAs), o tema está por tratar.

As presentes considerações visam contribuir para colocar juridicamente o problema.

II — A realização de *takeovers*

4. Modalidades

I. No conhecimento da matéria atinente a *takeovers*, torna-se útil estabelecer as suas modalidades mais significativas.

⁽¹⁾ SCHLUEP, «*Unfriendly Takeover*» cit., 105.

⁽²⁾ Podem ser confrontados os títulos mais significativos em JULIAN I. MAHARI, *Rückkehr zur Aktionärs herrschaft als unternehmerische Chance und rechts-politischer Impuls: Vorstösse zur Beendigung der Machtdelegation an das Management anhand der Entwicklung der Take-overs in den USA*, SAG 1988, 14-29 (14) e CHRISTOPH E. HAUSCHKA/THOMAS ROTH, *Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht/Zugleich ein Beitrag zur internationalen Standort bestimmung des deutschen Aktienrechts*, AG 1988, 181-196 (181).

Uma primeira distinção separa *takeovers* amigáveis de *takeovers* hostis: os primeiros operam com o acordo da administração da sociedade-alvo, enquanto os segundos são efectuados sem esse acordo⁽¹³⁾. Quando o *takeover* seja procurado através de OPA, esta última será dita amigável ou hostil, em obediência ao mesmo critério.

A referência a *takeovers* ou a OPAs hostis pode suscitar, no grande público, a ideia duma hostilidade contra a sociedade visada. Não é — ou não será, normalmente — o caso. O *takeover*, sobretudo quando lançado através de OPA, é uma oferta feita aos accionistas da entidade visada. Não pode ser hostil: apenas traduz uma proposta aprazível, ou não teria hipótese de êxito. Já a administração da sociedade visada poderá sentir-se atingida: é evidente que uma nova composição accionista poderá ditar o seu afastamento. A administração da sociedade visada não é, porém, dona da sociedade: esse papel cabe aos accionistas.

II. Quanto ao modo de realização, o *takeover* pode ser feito com OPA ou sem OPA. No primeiro caso, há uma oferta feita genericamente a todos os titulares de participações sociais da sociedade visada, os quais são tratados, pois, em termos igualitários. No segundo, a oferta pode ser feita selectivamente a alguns accionistas da sociedade-alvo.

No caso de haver OPA, a oferta pode especificar quantas acções se pretende adquirir, procedendo-se a rateio quando o número de interessados em vender supere esse quantitativo. Também é possível condicionar a oferta à aceitação dum mínimo de vendas⁽¹⁴⁾.

A necessidade de recorrer a OPAs moraliza altamente os *takeovers*: todos os accionistas da sociedade visada são chamados a pronunciarem-se e todos são tratados por igual. Algumas legisla-

(13) Cf. FREIHERR VON FALKENHAUSEN, *Takeover-Game* cit., 164.

(14) Quanto ao desenvolvimento das OPAs, cf. OTTO, *Übernahmeversuche* cit., 4 s., CHRISTIAN J. MEIER SCHATZ, *Unternehmenszusammenschlüsse mittels Übernahmeangebot/Ein rechtlicher Problemabriss aus amerikanischer Sicht*, WuR 39 (1987), 16-39 (19) e HAUSCHKA/ROTH, *Übernahmeangebot* cit., 183 ss.

ções tornam, assim, as OPAs obrigatórias; tal o caso português, abaixo abordado.

III. Quanto à finalidade, os *takeovers* podem ser económicos ou financeiros. No primeiro caso, a tomada da sociedade-alvo visa sinergias, procurando aumentar a acção, a influência e os lucros do grupo, através da laboração concertada subsequente. No segundo, a sociedade-alvo releva como mero objecto de lucro imediato: a ideia será de proceder ao seu desmantelamento, de modo a alcançar lucros imediatos. Esta última modalidade de *takeover* surge condenável ⁽¹⁵⁾: implica a destruição de riqueza, com danos sociais — perda de empregos, quebra na produção — apenas com um fito de ganhos primários. Segundo a literatura da especialidade ⁽¹⁶⁾, ela ocorreria nos Estados Unidos, mas não na Europa, onde diversas regras a impediriam.

IV. O modo de financiamento do *takeover* permite introduzir novas distinções. Pelo seu relevo, a matéria será objecto da rubrica subsequente.

5. Esquemas de financiamento; o «Buyout»

I. Uma tomada de sociedade, devidamente organizada, pode implicar a mobilização de quantias muito elevadas. Quando se pretenda uma sociedade cotada em bolsa, será, em regra, necessário recorrer a OPA, na qual se ofereça, por acção, um preço superior ao da cotação ⁽¹⁷⁾.

A distinção básica no tocante ao financiamento de *takeovers* contrapõe as tomadas feitas com capitais e fundos próprios às restantes. No primeiro caso, a entidade oferente dispõe, por si, das importâncias necessárias para a aquisição; no segundo, isso não sucede: haverá, pois, que recorrer a outras formas de financiamento.

⁽¹⁵⁾ A este propósito aparece a designação de *raider*, aplicável à entidade oferente.

⁽¹⁶⁾ SÜNNER, *Take-overs* cit., 277-278.

⁽¹⁷⁾ Cf. FREIHERR VON FALKENHAUSEN, *Takeover-Game* cit., 165.

II. O financiamento de *takeovers* dá origem a esquemas elaborados ⁽¹⁸⁾ que, aqui, poderão apenas ser referenciados.

No domínio das aquisições de empresas em geral, representa hoje uma categoria genérica o MBO (*Management Buyout*), isto é, a compra da empresa feita pelos seus próprios administradores ou gestores ⁽¹⁹⁾. Tal compra, desde que prevenida a hipótese de *insider trading* ⁽²⁰⁾, nada implicaria de especial, não fora o caso de, em regra, o *management* não dispor, por si, dos avultados capitais necessários a tal operação. Desenvolveram-se, assim, técnicas sofisticadas de LBO (*Leveraged Buyouts*), que consistem em assegurar o financiamento da compra duma empresa, essencialmente, com capital alheio obtido à custa da própria empresa que se pretenda adquirir.

III. Pois bem: as técnicas de *Leveraged Buyouts* são excelentes para permitir *takeovers* por quem não disponha de capitais próprios. A ideia básica consiste em obter créditos a curto prazo, dando como garantia os próprios bens da empresa a adquirir; consumado o *takeover*, as dívidas são satisfeitas à custa do *cash-flow*, das reservas ou dos próprios bens da empresa tomada. O *raid* ficará completo se se seguir a pura e simples desarticulação da empresa formada, de modo a realizar lucros imediatos.

A concretização de esquemas deste tipo requer, em regra, cumplicidades no próprio *management*. Procede-se, normalmente,

⁽¹⁸⁾ Cf. MEIER-SCHATZ, *Unternehmenszusammenschlüsse* cit., 21. Sobre o financiamento da compra de empresas cf. MICHAEL WEISS, *Finanzierungsfragen*, em WOLFGANG HÖLTERS, *Handbuch des Unternehmens und Beteiligungskaufs*, 3.ª ed. (1992), 199-257.

⁽¹⁹⁾ De entre a vasta literatura existente, cumpre referir: MARTIN PELTZER, *Rechtliche Problematik der Finanzierung des Unternehmenskaufs beim MBO*, DB 1987, 973- 978 (973 ss.), LUTTER/WAHLERS, *Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts*, AG 1989, 1-17 (2) e WOLFGANG HÖLTERS, *Der Unternehmens und Beteiligungskauf — Bedeutung, Grundfragen und Abwicklung*, em W. HÖLTERS, *Handbuch* cit., 3.ª ed. (1992), 3-60 (25).

Ao *Management Buy-Out* contrapor-se-ia o *Management Buy-In*, no qual o manager seria estranho à empresa visada.

⁽²⁰⁾ Portanto: a utilização de informações reservadas para realizar lucros ou obter benefícios; cf. ANDREA BARTALENA, *Insider Trading*, *Digesto delle discipline privatistiche/Sezione commerciale*, VII vol. (1992), 399-410.

à constituição de pequenas sociedades que se apresentam como compradoras; estas, com relações privilegiadas na sociedade visada, cujos quadros, por vezes, compartilham, terão facilidade em obter os créditos maciços que satisfarão depois da aquisição. A intermediação da pequena sociedade compradora permitirá aos interessados juntar ainda algum capital próprio ⁽²¹⁾.

Em termos económicos, tal prática envolverá, no mínimo, uma descapitalização da sociedade visada. Com uma estrutura marcadamente especulativa, ela merece a desconfiança do Direito e dos organismos reguladores do mercado.

IV. As práticas de LBO permitem ainda uma distinção: o financiamento pode ser interno ou externo.

No interno, há uma concertação com os accionistas vendedores: estes, em vez de pagos em dinheiro, irão receber títulos ou garantias da própria sociedade alvo. No externo, os financiadores são terceiros, estranhos à sociedade: eles serão os contemplados com as garantias obtidas da sociedade.

6. *As empresas apetecíveis e vulneráveis*

I. Os *takeovers* podem visar sociedades muito diversas. De todo o modo, é sabido que certas circunstâncias podem levar a operações de tomada, sem, com isso, pretender mais do que dar alguns indícios ⁽²²⁾.

Por parte da entidade tomadora, exige-se, em regra, a disponibilidade de liquidez elevada. Mesmo na hipótese de LBO, é de esperar que ela detenha, pelo menos, alguns fundos. A vigência, no mercado financeiro, de baixas taxas de juros pode suprir deficiências de liquidez.

II. A sociedade-alvo estará, muitas vezes, subvalorizada, em termos de mercado imediato. Aponta-se ainda, eventualmente,

⁽²¹⁾ Sobre tudo isto, cf., em especial, LUTTER/WAHLERS, *Der Buyout cit.*, 2 ss.

⁽²²⁾ Cf. OTTO, *Übernahmeversuche cit.*, 2 e PELTZER, *Unternehmenskauf beim MBO cit.*, 973.

uma escassa eficiência do seu *management*. Em termos patrimoniais, a sociedade-alvo tenderá a dispor de reservas elevadas, de terrenos ou de várias empresas. No caso de LBO, os *raiders* irão traçar uma estratégia que passará pela utilização das reservas, pela oneração dos terrenos ou pela alienação de alguma ou algumas das empresas, para suprir a falta de capitais próprios.

III. Por fim, a sociedade-alvo não terá tomado medidas para se defender de *takeovers*, designadamente de MBO e/ou LBO. Nalguns casos, tais medidas serão dispensáveis; noutros, porém, é vivamente recomendável adoptá-las atempadamente.

7. Valoração geral

I. A aquisição de empresas corresponde a uma projecção jurídica dos fenómenos económicos da concentração e da reorganização do tecido empresarial ⁽²³⁾. Trata-se de decorrências da economia do mercado, nas quais o Direito só deve intervir para prevenir preversões ou para dar corpo a programas económicos legitimamente adoptados nas instâncias competentes.

A tomada de empresas inscreve-se nessa realidade. Embora traduzindo um empenhamento particular, ela não concita, em si, qualquer juízo de reprovação ou, sequer, de desconfiança.

II. As práticas de MBO e de LBO suscitam reticências. A negociação feita para a aquisição duma empresa, que se desenvolva do próprio interior dessa empresa, irá, com probabilidade, fazer uso de informações não acessíveis a todos. Haverá *insider trading*, com perturbações graves no mercado mobiliário.

Por seu turno, a desarticulação duma empresa só será pensável quando, respeitadas as leis em vigor, designadamente as laborais, todos os accionistas aproveitem por igual ⁽²⁴⁾.

⁽²³⁾ Cf. JÜRGEN F. BAUR, *Die Gewährleistungshaftung des Unternehmensverkäufers/Ein Beitrag zu den ungeklärten zivilrechtlichen Grundlagen von Konzentrationsvorgängen*, BB 1979, 381-387 (381).

⁽²⁴⁾ ULRICH HUBER, *Mängelhaftung* cit., 401.

Finalmente, há sempre um potencial problema de concorrência a ter em conta.

III. Os *takeovers* devem ser encarados como processos normais de actuação empresarial. Mas devem respeitar regras mínimas.

Em causa estarão as regras de defesa do mercado mobiliário, de tutela dos accionistas, particularmente dos minoritários e de protecção da concorrência.

III — Estratégias de defesa

8. *Generalidades; defesa e mercado*

I. O florescimento, sobretudo além-Atlântico, de ocorrências de *takeover* levou a prática empresarial a desenvolver determinadas técnicas destinadas a contrariá-las.

Algumas correspondem a ideias muito simples; outras, pelo contrário, requerem esquemas jurídicos, financeiros e contabilísticos muito sofisticados. Além disso, surgem estratégias de defesa claramente condenáveis — normalmente, aliás, inaplicáveis em Portugal por ilegais — ao lado de outras totalmente razoáveis.

As linhas que seguem visam apenas uma primeira e necessariamente superficial abordagem do tema.

II. Por razões de exposição, vão distinguir-se:

— defesa preventiva;

— defesa no decurso duma OPA.

Outras técnicas de defesa serão referidas a propósito de considerações finais e complementares.

9. *Defesas preventivas*

I. As defesas preventivas contra tomadas de empresas são as adoptadas independentemente de qualquer lançamento de OPA ou

similar, apenas para a eventualidade de se verificar uma tentativa desse género.

Descritivamente, cumpre distinguir:

- medidas organizatórias;
- limitações do direito de voto;
- esquemas financeiros;
- controlo sobre as acções.

Estas medidas são, muitas vezes, vertidas nos próprios estatutos da sociedade a defender, sendo referidas, na literatura anglo-saxónica, vistos os seus objectivos, como *shark repellents* ⁽²⁵⁾.

II. As medidas defensivas organizatórias postulam uma articulação interna da sociedade a defender que a torne pouco penetrável a novas maiorias accionistas.

O esquema mais referido é a «staffização» da administração: esta, em vez de ser eleita, isoladamente, surge como um grupo (*staff*), que só parcialmente pode ir sendo substituído. Por exemplo: eleita uma administração de 5 elementos, apenas se poderia substituir um por ano. Ocorrendo uma tomada da sociedade, os novos accionistas só no terceiro ano conseguiriam uma maioria no conselho de administração, o que se torna pouco incentivador. O esquema terá de ser dobrado pela proibição da exoneração de administradores sem justa causa, solução impossível nalguns Direitos — p.ex., no francês.

Outras vias consistem em entronizar accionistas minoritários nalguns órgãos — p.ex., no conselho fiscal — de tal modo que apenas através de OPAs sucedidas a 100% se conseguiria o efectivo controlo da sociedade visada.

III. As *limitações do direito de voto* podem ser concebidas em termos diversos. Desde logo, pode fixar-se um *quorum* elevado para alterar estatutos (*lock up amendments*), de modo a dificultar

⁽²⁵⁾ Sobre a matéria subsequente, JULIAN I. MAHARI, *Rückkehr zur Aktionärsherrschaft* cit., 107 ss., HAUSCHKA/ROTH, *Übernahmeangebot und deren Abwehr*, 187 ss. e SÜNNER, *Take-over* cit., 279.

futuras investidas. Também é possível adoptar um *quorum* excessivo para decidir fusões.

Medida simples e eficaz é limitar a um máximo o número de votos que um interessado — ou o seu grupo — possa usar em assembleia geral. Assim, se ninguém puder dispor de mais de 10% dos votos em assembleia geral, um *takeover* exigirá a compra de mais de 90% das acções com direito a voto: só assim o adquirente, com os seus (bloqueados) 10% dos votos, deterá a maioria. Tal esquema, muito usado na Alemanha, pressupõe que não haja grupos dominantes com um número de votos superior ao limite que se pretenda estabelecer: o titular de 30% — isolado ou em grupo — não vai votar a limitação dos seus votos a 10%. Há delicadas soluções de compatibilização entre os dois interesses contrapostos.

IV. Os *esquemas financeiros* de defesa consistem na adopção de medidas que tornem pouco atraente o investimento de potenciais tomadores. Por exemplo: determinar que o direito e o dividendo só caiba por inteiro a accionistas titulares há mais de dois ou três anos.

Outra via consiste em pactuar com os administradores (antigos) enormes indemnizações na hipótese de cessação antecipada do contrato: a sociedade visada pode, assim, ficar descapitalizada, perdendo interesse.

V. O *controlo sobre as acções* pode, na sua versão máxima, conseguir-se através da concessão, aos accionistas (antigos), do direito de recompra, por um preço baixo, das acções tomadas por terceiros.

Versões mais matizadas — e, assim, menos eficazes — consistirão na atribuição de (meros) direitos de preferência na compra de acções aos accionistas (antigos) ou na necessidade de prévio acordo de sociedade para a alienação de acções. Neste último caso, sob pena de inalienabilidade, costuma estabelecer-se um esquema alternativo para a não-autorização, que passa pela amortização ou pela aquisição por terceiros. Em suma: o *takeover* é combatido na medida em que haja liquidez para o fazer.

VI. Estes esquemas contundem, por vezes, com os direitos nacionais. Basta ver que podem ser tidos como discriminatórios.

De todo o modo, estes esquemas inapetecíveis (*poison pills*) funcionam contra qualquer adquirente, haja ou não *takeover*. O preço de mercado das acções «defendidas» pode baixar, perante algumas das soluções indicadas. Cumpre aos accionistas (actuais) ponderar os prós e os contras das medidas que pretendam tomar.

10. Defesas no decurso de uma OPA

I. No decurso duma OPA, ainda poderão, por vezes, ser tomadas algumas das medidas acima referidas.

Tal o caso dos *golden parachutes*, ou esquemas destinados a propiciar largas compensações aos administradores em perigo. Mas há outras soluções apontadas na doutrina da especialidade.

Assim, a hipótese da venda dos melhores activos da sociedade visada (*crown jewels*) ou, até, da sua venda total (*corporate suicide*). A empresa a tomar ficará, assim, esvaziada de riqueza, perdendo interesse.

O recurso a determinados controlos estaduais (*save harbour*), para evitar a OPA, também vem referido.

II. Os esquemas apontados são, muitas vezes, inadmissíveis. Maior atenção merecem as soluções pensadas para repelir as práticas de MBO e, sobretudo, de LBO. A doutrina norte-americana dá os seguintes exemplos⁽²⁶⁾:

- a aplicação da doutrina *ultra vires*: a sociedade não tem capacidade para financiar terceiros;
- *breach of fiduciary duty*: os accionistas maioritários têm deveres de lealdade para com a própria sociedade e para com os accionistas minoritários; não podem negociar à custa deles;
- *unlawful distribution to shareholders*: o capital social não pode ser prejudicado;

(26) LUTTER/WAHLERS, *Der Buyout cit.*, 4 ss.

— *fraudulent conveyance laws*: trata-se de regras que reprimem a fraude aos credores, através da dissipação dos bens; recorde-se a pauliana românica.

III. Em termos práticos, é relevante, no decurso duma OPA, a defesa dita «batalha legal». Consiste ela em responder a uma OPA através do levantamento de inúmeras dificuldades processuais, suscitando incidentes e multiplicando obstáculos formais. Durante a «batalha», os opositores à OPA tentarão adquirir acções pretendidas ou procurarão demover os accionistas dispostos a vender.

O ideal seria, no limite, organizar uma contra-OPA, de acordo com as regras aplicáveis.

11. *Considerações finais e complementares*

I. Uma defesa radical contra tomadas de sociedades iria contundir com o direito de livre alienação das acções. Os accionistas, actuais e futuros, seriam os principais prejudicados, uma vez que as suas acções perderiam qualquer valor de mercado.

Em termos económicos, um *takeover* defende-se com uma liquidez que ultrapasse a disponibilizada pelo oferente. Doutro modo, só agindo contra o mercado se poderá travar o que, em si, é um processo normal de aquisição.

Boa parte da temática dos *takeovers* ocorre por se verificar um divórcio entre a administração e os próprios accionistas, que era suposto ela servir. Na verdade, os accionistas vendem, sempre, voluntariamente. A administração (antiga) será — ela sim — a prejudicada. A tutela dos administradores não é, porém, o objectivo primordial do Direito societário e do Direito mobiliário. Reclama-se, pois, a «restituição» das sociedades aos seus accionistas, como modo de prevenir *takeovers* hostis: os accionistas, estando ligados à sociedade, não irão vender para facturar esporádicas mais-valias; e se se chegar a um consenso de venda, os administradores estarão de acordo e ajudarão a concretizar a operação.

II. O Direito europeu faculta uma protecção mais alargada do que a dos Estados Unidos, contra *takeovers* aventureiros. A segunda directriz relativa à protecção do capital real previne MBO e LBO. Estas práticas, contrárias aos interesses da sociedade visada, devem ser combatidas.

Além disso, tem vindo a incrementar-se um Direito do mercado mobiliário que impõe a OPA para a aquisição de sociedades, submetendo-a a regras gerais e abstractas. No Direito português, cumpre referir os artigos 523.º e seguintes do Código do Mercado de Valores Mobiliários e a superintendência da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

O Código citado disciplina as reacções a OPAs em curso, evitando, designadamente, que a administração visada possa reagir esvaziando a sociedade visada do seu valor — artigo 575.º. Trata-se duma regra que pode, sem dificuldade, ser estendida à própria assembleia geral.

A defesa, no Direito português, é, assim, essencialmente preventiva, embora no respeito pela igualdade dos accionistas e mantendo os administradores ao serviço da sociedade.

III. O acatamento dos deveres de informação presentes, a publicidade organizada junto dos interessados e o respeito pelas leis (pré-) vigentes constituem a melhor disciplina das tomadas de sociedades.

Menos feliz será a atribuição, a instâncias políticas, do poder discricionário de permitir ou proibir OPAs: contrário ao princípio geral da liberdade de OPAs — artigo 526.º do CMVM — tal poder põe em crise, quando seja exercido, sem qualquer compensação, o direito de livre disposição dos bens, garantido no artigo 62.º/1 da Constituição. Além disso, esse poder discricionário, quando eventualmente exista, coloca a Administração Pública na posição de árbitro entre conflitos de interesses particulares.

Num moderno Estado de Direito, essa posição só pode caber aos tribunais.