

# A OPA ESTATUTÁRIA COMO DEFESA CONTRA TOMADAS HOSTIS

*Pelo Prof. Doutor António Menezes Cordeiro*

## 1. INTRODUÇÃO

I. A tomada duma sociedade (*takeover*) <sup>(1)</sup> diz-se hostil quando seja levada a cabo sem o acordo da administração da sociedade visada.

A eventualidade não parece grave. A administração é – ou deverá ser – uma emanção dos accionistas. Assim, ela manter-se-ia em função enquanto disfrutasse da confiança destes, caindo, naturalmente com a sobreveniência de composições accionistas diversas. É certo que se poderia suscitar a eventualidade dum interesse social em conflito com o interesse dos accionistas <sup>(2)</sup>: a administração exprimiria o primeiro, contra o segundo. Tarefa vã: não dispomos de instrumentação técnico-jurídica para dar corpo a um interesse social diverso do que resulte da vontade legalmente

---

<sup>(1)</sup> Sugerimos o termo “tomada” ou a locução “tomada duma sociedade” para exprimir, na língua-mãe, o inglês *takeover*; cf. o nosso *Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa*, ROA 1994, 761-777 (761); agora mais do que nunca, há que assegurar a integridade e a vitalidade do nosso idioma.

<sup>(2)</sup> Cf. WOLF ÜLRICH SCHILLING, *Takeover, Treupflicht & Shareholder Value / Einige Anmerkungen zu dem Übernahmever such Krupp-Hoesch / Thyssen*, BB 1997, 1909-1913 (1909 ss.).

expressa dos sócios (3). Não obstante, parece possível substancializar um núcleo significativo para uma ideia de tomada hostil.

II. Uma sociedade comercial representa – ou representará, enquanto tipo modelar – uma organização tendente a angariar lucro. Tal lucro, numa perspectiva económica, será obtido através da actividade produtiva estatutariamente prevista.

Uma sociedade comercial postula uma apropriação pela via peculiar da titularidade de acções (4). Estas podem ser tratadas enquanto valores mobiliários (5), circulando, nessa qualidade, num mercado organizado. Enquanto valores mobiliários, as acções podem produzir lucros e, designadamente, mais-valias, quando vendidas acima do preço de anterior compra.

A ideia de “hostilidade” dum tomada joga com a contraposição entre o relevo económico dum sociedade enquanto ente produtivo – e, *maxime*, enquanto empresa – e o relevo financeiro das suas participações. Este último pode funcionar independentemente de quaisquer considerações empresariais, obedecendo a puras contingências do mercado mobiliário.

III. O relevo financeiro das participações sociais confere às sociedades uma interessante via de financiamento: o recurso ao mercado de capitais. Procurando ampliar a sua actividade, uma sociedade irá – por hipótese – aumentar o seu capital, colocando-o à subscrição pública. A administração executante e, com ela, os accionistas dominantes aquando da opção expansiva, correm, então, o risco de, mercê do aumento realizado, as novas acções, em vez de se dispersarem no mercado, entrarem num processo de concentração que dê azo a novas maiorias. O risco concretizar-se-á, designadamente, através dum oferta pública de aquisição (OPA) capaz de motivar a maioria dos accionistas. As novas maiorias podem pretender relançar a empresa, dirigindo-a de acordo com as regras de gestão. Ou podem preparar a sua desarticulação para imediata facturação de lucros ou para novas operações mobiliárias.

---

(3) Cf. o nosso *Da responsabilidade civil dos administradores das sociedades comerciais* (1997), 517 ss., com indicações.

(4) Trabalharemos aqui com a situação exemplar das sociedades anónimas.

(5) Cf. a definição do artigo 3.º/1, a), do CódMVM.

IV. Parece razoável, pelo menos até um certo patamar, facultar medidas defensivas contra tomadas hostis <sup>(6)</sup>. Repare-se: a não serem, de todo, possíveis, as empresas poderiam desistir de ante-mão de recorrer ao mercado de capitais para se autofinanciar. O crescimento ficaria comprometido. Mais: o próprio mercado mobiliário, carecido de matéria-prima, poderia definhar.

Em suma: temos um campo no qual se justifica a intromissão legitimadora do Direito e da sua Ciência.

## 2. DEFESAS PREVENTIVAS

I. No domínio das medidas defensivas contra OPAs hostis surge uma classificação já consagrada entre defesas preventivas e defesas contra ofertas já em curso, também ditas defesas *ad hoc* <sup>(7)</sup>.

São defesas preventivas as adoptadas independentemente de qualquer lançamento de OPA ou similar, apenas para a eventualidade de se verificar uma tentativa desse género.

Descritivamente, podemos 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* <sup>(8)</sup>.

---

<sup>(6)</sup> Cf. MARTIN WOLF, *Konzernzugangsschutz bei Übernahmeangeboten / Neuere Entwicklungen zu Verteidigungsmassnahmen im Spannungsfeld zum EU- Richtlinienvorschlag*, AG 1998, 212-221 (212).

<sup>(7)</sup> Cf., por último, LUTZ MICHALSKI, *Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote ("unfriendly takeovers") nach deutschem Aktienrecht*, AG 1997, 152-163 (154 e 159).

<sup>(8)</sup> Sobre a matéria subsequente, ECKART SÜNNER, *Take-overs made in USA*, AG 1987, 276-284 (279), JULIAN I. MAHARI, *Rückkehr zur Aktionärherrschaft als unternehmerische Chance*, SAG 1988, 14-29 (17), HAUSCHKA/ROTH, *Übernahmeangebot und deren Abwehr im deutschen Recht*, AG 1988, 181-196 (187 ss.), ALBERT AXEL SCHAN-

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 menos convidativo. O esquema teria de ser dobrado pela proibição da exoneração de administradores sem justa causa.

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 futuras investidas. Também é possível adoptar um **quorum** excessivo para decidir fusões<sup>(9)</sup>.

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 pretende estabelecer: o titular de 30% – isolado ou em grupo – não

---

DLER, *Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen und ihre Zulässigkeit im Lichte der Aktienrechtsreform*, BB 1997, 1801-1804 (1801 ss.), MICHALSKI, *Abwehrmechanismen* cit., 154 ss. e MARTIN WOLF, *Konzerneingangsschutz bei Übernahmeangeboten* cit., 212 ss..

<sup>(9)</sup> Cf. MICHALSKI, *Abwehrmechanismen* cit., 157 e 158 ss..

vai votar a limitação dos seus votos a 10%. Há delicadas soluções de compatibilização entre os dois interesses contrapostos.

V. 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 ao 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.

VI. 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.

### 3. DEFESAS *AD HOC*

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 que possam vir a ser destituídos. Mas há outras soluções apontadas na doutrina da especialidade <sup>(10)</sup>.

(10) Cf. MICHALSKI, *Abwehrmechanismen* cit., 159 ss..

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. Uma especial atenção merecem as soluções pensadas para repelir as práticas de MBO e, sobretudo, de LBO <sup>(11)</sup>. A doutrina norte-americana dá os seguintes exemplos <sup>(12)</sup>:

- 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;
- *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. A “batalha legal” comporta, ainda, pressões junto do Governo, para dificultar ou proibir a operação.

---

<sup>(11)</sup> *Management buyout* e *leveraged buyout*, respectivamente. No MBO, a sociedade é adquirida pelos seus próprios administradores; no LBO, essa compra é conseguida com capital obtido à custa da própria empresa que se pretende adquirir. Cf. MARTIN PELTZER, *Rechtliche Problematik der Finanzierung des Unternehmenskauf 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 WOLFGANG HÖLTERS, *Handbuch des Unternehmens und Beteiligungskaufs*, 3ª ed. (1992), 3-60 (25).

<sup>(12)</sup> LUTTER/WAHLERS, *Der Buyout* cit., 4 ss..

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.

#### 4. OS ÓBICES DAS DEFESAS PREVENTIVAS E *AD HOC*

I. As defesas preventivas podem suscitar múltiplos reparos. Desde logo, há que verificar a sua compatibilidade com o Direito das sociedades comerciais do País onde o problema se ponha.

A essa luz claudicam numerosas medidas organizatórias: desde logo as que postulam restrições à livre destituição dos administradores, quando esta seja assegurada por lei. Mas também os diversos esquemas financeiros ou as medidas de controlo sobre as acções podem ser vedadas.

II. Muito significativas são, ainda, as regras mobiliárias aplicáveis nos diversos espaços. Assim, segundo o artigo 291.º/2, do CódMVM,

Só poderão transaccionar-se em bolsa (...) os valores mobiliários integralmente realizados e que se encontrem livres de ónus ou de encargos, bem como de quaisquer limitações ou vinculações quanto aos direitos patrimoniais e sociais que os integrem ou à sua transmissibilidade.

Pois bem: diversas medidas defensivas poderiam ter como efeito o de excluir as acções visadas do circunstancialismo necessário para a sua admissão à cotação <sup>(13)</sup>.

III. Também as medidas *ad hoc* podem suscitar os diversos óbices acima referenciados e, ainda, outros. Com efeito, o lançamento duma OPA, voluntária ou obrigatória, determina a aplicação

---

(13) Cf. o artigo 304.º/1, g), do CódMVM.

de múltiplas regras. Tais regras implicam deveres a cargo do ofe-  
rente e da própria sociedade visada <sup>(14)</sup>.

Pois bem: muitas das possíveis defesas *ad hoc* vão, precisa-  
mente, contundir com os deveres da sociedade alvo. Estes pressu-  
põem, em geral, uma atitude neutra, que deixe, livres, as leis do  
mercado.

## 5. UMA NOVA DEFESA: A OPA ESTATUTÁRIA

I. Neste panorama, tem o maior interesse o surgimento duma  
nova defesa contra OPAs hostis que intenta, justamente, tirar parti-  
do da limpidez e da dinamização do mercado mobiliário: a da  
oferta pública de aquisição, por previsão dos estatutos da socie-  
dade ou OPA estatutária.

Tal defesa consiste, essencialmente, no seguinte: a sociedade  
a proteger contra OPAs hostis – ou a “blindar”, na gíria mobiliária  
– é dotada dum preceito estatutário nos termos do qual o adqui-  
rente duma percentagem de acções superior a certa percentagem –  
25% ou 30%, por exemplo, embora seja de encarar percentagens  
cada vez menores – ficaria adstrito a lançar uma OPA geral.

II. A inobservância dessa regra estatutária poderia dar azo a  
diversas consequências internas e, designadamente, à inibição do  
direito de voto, quanto às acções que excedam certo limite ou à  
suportação de cláusulas penais.

III. A OPA estatutária permite uma defesa contra as tomadas  
hostis mais insidiosas: aquelas que se traduzam na assunção do  
controlo societário através de meras aquisições minoritárias.

Efectivamente, é sabido que o controlo de sociedades cujo  
capital se encontre disperso se torna possível com a detenção de  
percentagens do capital muito inferiores aos 50%. Pois bem: o *rai-*

---

<sup>(14)</sup> Cf., por último, HARALD KALLMEYER, *Die Mängel der Übernahmekodex der  
Börsensachverständigenkommission*, ZHR 161 (1997), 435-454 (445); existe, entre nós,  
uma literatura já apreciável, sobre estes temas.



*der* pode alcançar o seu objectivo através da aquisição de (meras) percentagens inferiores aos 50%.

Nessa altura, ao impôr-lhe a OPA geral, os estatutos não vedam a tomada; simplesmente vedam a mais-valia que consiste em adquirir, de facto, uma empresa, por uma percentagem do seu preço.

## 6. ÓBICES MOBILIÁRIOS E SUA REFUTAÇÃO

I. À OPA estatutária poderiam ser opostos óbices mobiliários e societários, isto é: obstáculos retirados das leis mobiliárias e das leis relativas a sociedades comerciais. Vamos ver.

O CódMVM impõe, no seu artigo 527.º, em certas hipóteses, um dever de lançar uma OPA geral. Designadamente – n.º 3 – isso sucederá quando o tomador pretenda ultrapassar a cifra de 50% dos votos duma sociedade-alvo. Perante isso, poder-se-ia perguntar se a OPA facultativa não estaria a alterar estas regras imperativas, baixando o limite legal dos 50%.

A resposta é negativa. Acima dos 50%, temos uma OPA geral obrigatória, *ex lege*. Abaixo dessa cifra, a lei não impõe nenhuma OPA. Mas também não a proíbe: pode haver OPAs facultativas, sujeitas à autonomia privada. Assim sendo, são admissíveis negócios jurídicos com eficácia nessa área: as partes interessadas podem celebrar promessas de ofertas ou ofertas definitivas. *A fortiori* podem os pactos sociais conter cláusulas a esse propósito.

Nenhuma regra imperativa é afastada: apenas se verifica uma estatuição privada em área que o Direito havia abandonado à autonomia privada.

II. Um segundo óbice teria a ver com o papel da CMVM na fiscalização das OPAs estatutárias. E designadamente: deveria a Comissão intervir quando a OPA fosse, injustificadamente, preterida?

Do ponto de vista da Administração mobiliária, a OPA estatutária é uma OPA facultativa, isto é: uma OPA que não é imposta por lei. Assim, a CMVM irá tratar o oferente como um interessado numa OPA geral não obrigatória. O facto de ele agir nos termos

dum contrato-promessa, dum mandato, dum contrato a favor de terceiro ou dos estatutos duma sociedade é, salvo preceito expresso em contrário, *res inter alios acta*. Tal ocorrência não provoca a aplicação de quaisquer regras legais diferentes das convocadas por uma OPA facultativa; tão-pouco afasta alguma ou algumas delas.

III. A inobservância das regras estatutárias que imponham OPAs gerais não tem relevância mobiliária. As sanções que daí advenham são do foro interior da sociedade: inibições de voto ou cláusulas penais. A lei permite, em geral, umas e outras, nada vedando a sua associação à inobservância de determinado processo aquisitivo.

Quaisquer dúvidas ou litígios subsequentes deverão ser dirimidos perante os tribunais comuns.

## 7. ÓBICES SOCIETÁRIOS E SUA REFUTAÇÃO

I. Os óbices societários à admissibilidade das OPAs estatutárias têm a ver, no essencial, com a regra da livre transmissibilidade das acções.

Efectivamente, segundo o artigo 328.º/1, do Código das Sociedades Comerciais, “o contrato de sociedade não pode excluir a transmissibilidade das acções nem limitá-las além do que a lei permitir”. Ora a OPA estatutária representaria uma limitação não prevista na lei <sup>(15)</sup>.

II. Não é assim. A alienação de acções é sempre livre. A sua aquisição também o é; simplesmente, ultrapassada uma certa

---

<sup>(15)</sup> Este óbice deve-se a uma afirmação incidental de RAUL VENTURA, *Estudos vários sobre sociedades anónimas* (1992), 310, o qual, a propósito de algo semelhante ao que aqui chamamos “OPA facultativa”, o vem afastar, em nome da transmissibilidade das acções, afirmando que “... a transmissão de acções de cada accionista ficaria dependente da oferta de aquisição de todas as acções de todos os outros accionistas, ou pelo menos, de condicionamento intencionalmente limitativo”. Simplesmente, RAUL VENTURA escrevia sobre a hipótese de ser impossível adquirir acções em violação duma OPA estatutária. Não o caso da defesa aqui proposta: a aquisição é totalmente livre; apenas implica restrições ao direito de voto e, eventualmente, cláusulas penais.

marca, o interessado deve seguir determinado processo, se pretender determinados efeitos. Designadamente: ele deverá recorrer à OPA, sob pena de incorrer em inibições de voto ou em cláusulas penais, ambas permitidas por lei. É importante deixar bem claro que nenhuma acção fica gravada por qualquer ónus ou por qualquer encargo: elas estão inteiramente livres, para todos os efeitos e, designadamente, para os do artigo 291.º/2, do CódMVM.

O encargo impende apenas sobre o *raider*: o de lançar uma OPA geral, se quiser controlar, de facto, a sociedade, sem incorrer em certas inibições e cláusulas penais.

III. Outro óbice societário teria a ver com a oponibilidade da OPA estatutária a terceiros. Mais precisamente: o sócio que pretendesse aumentar a sua participação, atingindo o limiar estatutário, deveria (estatutariamente), lançar a OPA. O terceiro, porém, não estaria adstrito aos estatutos.

Este problema não constitui qualquer óbice à licitude da defesa aqui encarada. É evidente que quando se estabelecesse a inoponibilidade da cláusula estatutária a um determinado terceiro, este poderia agir como entendesse. De todo o modo, cumpre recordar que os estatutos societários, devidamente registados, são oponíveis a terceiros, salvo as excepções legais. A própria deliberação social declarada nula ou anulada produz efeitos perante terceiros de boa fé, nos termos do artigo 61.º do Código das Sociedades Comerciais.

## 8. A DEFESA DO MERCADO MOBILIÁRIO

I. A defesa do mercado mobiliário tem levado o legislador a impor OPAs obrigatórias <sup>(16)</sup>, quando seja ultrapassada a fasquia dos 50%, designadamente: tal a solução da lei portuguesa.

---

<sup>(16)</sup> Independentemente da prossecução dos debates sobre a oportunidade de tais medidas; cf. THOMAS WEISBERGER, *Der Übernahmekodex in der Praxis*, ZHR 161 (1997), 421-434 (426 ss.) e CHRISTIAN KIRCHNER/ULRICH EHRICKE, *Funktionsdefizite des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission*, AG 1998, 105-116.

É importante apreender as valorações subjacentes. Pois se é possível controlar uma sociedade sem deter 100% do seu capital, a OPA obrigatória defende o mercado. Doutro modo, alcançados os 51%, os restantes 49% ficariam “mortos”. Não haveria, em relação a eles, mais-valias de controlo, enquanto a (pequena) margem necessária para alcançar os 51% subiria desmesuradamente. Todos os accionistas devem beneficiar do “prémio de controlo”; todos devem ser tratados por igual.

Assim, seria puramente insustentável que a imposição legal de OPAs gerais, acima dos 50%, iria perturbar o mercado ou cercar a livre transmissibilidade das acções. Pelo contrário: tal imposição visa dinamizar o mercado e aumentar a livre transmissão das acções, tornando-a efectiva.

II. Sabe-se, porém, que não é necessário ultrapassar a fasquia dos 50%, para controlar uma sociedade. Por isso, as leis estrangeiras fixam, crescentemente, nos 30% ou nos 33%, a fasquia para a imposição legal de OPAs gerais <sup>(17)</sup>.

Ao incentivar – ainda que de modo limitado e indirecto – OPAs gerais acima dos 30 ou dos 35%, os estatutos societários que adoptem a defesa aqui analisada estão, de facto, a defender o mercado e a livre e efectiva transmissão das acções, numa área em que o legislador português (ainda) não quis ou não pôde intervir.

No Direito mobiliário como noutras áreas, há boas soluções que, num primeiro momento, são obtidas por via privada.

III. A concluir, não podemos evitar algumas considerações de política geral. As sociedades portuguesas - designadamente as que animam o nosso nascente mercado mobiliário - ficarão em breve expostas aos *raiders* internacionais.

A política legislativa e a da Administração mobiliária não podem seguir os trilhos duma regulamentação asfixiante da sociedade civil e das iniciativas empresariais, dirigida contra as defesas preventivas contra tomadas hostis. O CódMVM, mau grado o seu

---

<sup>(17)</sup> Cf., com elementos de Direito comparado, KLAUS J. HOPT, *Europäisches und deutsches Übernahmerecht*, ZHR 161 (1997), 368-420 (390).

afinamento técnico, é o exemplo mais acabado do espartilhar dum mercado numa regulamentação que desafia os juristas mais concentrados e mais experientes. Ele não pode ser aplicado em termos exacerbados e contra qualquer tentativa (lícita) de correcção negocial.

A Ciência Jurídica portuguesa e os seus cultores, particularmente no que tange ao jovem Direito mobiliário, tem de ser capaz de encarar, com naturalidade, soluções novas.