

**Faculdade de Direito da Universidade Católica de Lisboa**



**UNIVERSIDADE  
CATÓLICA  
PORTUGUESA**

**O PAPEL DA REGULAÇÃO LEGISLATIVA NA ÁREA DE FUSÕES E  
AQUISIÇÕES NO DESENVOLVIMENTO DA ECONOMIA GLOBAL**  
(Os casos europeu e português)

**Trabalho Final de Mestrado em Direito e Gestão**

Dissertação

**Liliia Savenkova**

**Sob orientação do Professor Doutor Rui Pinto Duatre**

**Março 2022**

## RESUMO

Este trabalho pretende verificar como a harmonização de legislação na área de fusões e aquisições estimula o desenvolvimento da economia global. Nas últimas décadas as concentrações de capital e de produção são as principais prioridades para o desenvolvimento do sistema económico global. O ambiente de mercado comum de uma grande associação interestadual regional tal como União Europeia é o principal efeito do processo da integração económica, em que a regulação legislativa assume o papel do instrumento mais importante que cria oportunidades jurídicas e as condições necessárias para o entrelaçamento mútuo de capitais de estados diferentes e o subsequente surgimento das empresas transnacionais nesta base legal.

Face ao aumento da pressão competitiva no mercado global e à necessidade de crescimento rápido a legislação de muitos países passou para o caminho da liberalização na regulação de fusões e aquisições, incluindo as leis de concorrência.

**Palavras-chave:** Fusões e aquisições, Lei da concorrência, Empresas transnacionais, Economia global.

## ABSTRACT

This work intends to verify how the harmonization of legislation in the area of mergers and acquisitions stimulates the development of the global economy. In recent decades, the concentrations of capital and production have been the main priorities for the development of the global economic system. The common market environment of a large regional interstate association such as the European Union is the main effect of the economic integration process. Legislative regulation in this market environment assumes the role of the most important instrument that creates legal opportunities and the necessary conditions for the mutual intertwining of capitals of different states and the subsequent emergence of multinational corporations on this legal basis.

Faced with increasing competitive pressure in the global market and the need for rapid growth, legislation in many countries has moved towards liberalization in the regulation of mergers and acquisitions, including competition laws.

**Keywords:** Mergers and acquisitions, Competition law, Multinational corporations, Global economy.

## **AGRADECIMENTOS**

Queria expressar o meu profundo agradecimento a todos aqueles que comigo partilharam o seu tempo e que me ajudaram a ultrapassar as dificuldades.

Agradeço ao meu orientador, Professor Dr. Rui Pinto Duarte, pela sua orientação, por toda a ajuda e paciência e por recomendações prestadas.

Um agradecimento muito especial aos meus amigos, colegas de mestrado, filha e mãe, pelo apoio ao longo destes meses.

## **Lista de siglas**

Al. - Alínea

Art. – artigo

CC – Código Civil

CEE – Comunidade Económica Europeia

CMV – Código dos Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

EEE – Espaço Económico Europeu

EFTA – European Free Trade Association

Etc. – Et Cetera

EUA – Estados Unidos da América

F&A – Fusões e Aquisições

IDE – Investimento Direto Estrangeiro

IGO – Intergovernmental Organization

M&A – Mergers and Acquisitions

OECD – Organisation for Economic Cooperation and Development

ONG – Organisation Non Gouvernementale

OPA – Oferta Pública de Aquisição

P. – página

Pp. – páginas

PIB – Produto Interno Bruto

TIC – Tecnologias de Informação e Comunicação

TMC – Transnational Media Organizations

TNC – Transnational Corporation

UE – União Europeia

UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development

## **ÍNDICE:**

1. INTRODUÇÃO.....	1
1.1 Aspetos do desenvolvimento económico mundial no contexto de globalização e o papel de fatores tecnológicos.....	1
1.2 Tendências modernas na regulação legislativa de economia.....	2
1.3 Objetivos de estudo.....	3
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	4
2.1 Definições.....	1
2.1.1 Globalização.....	4
2.1.2 Fusão e Aquisição.....	6
2.2 Motivos de sociedades para as F&A e efeitos potenciais delas sobre o bem-estar.....	9
3. GLOBALIZAÇÃO COMO TENDÊNCIA MUNDIAL PRINCIPAL.....	15
3.1 Agrupamento das empresas no processo de globalização.....	15
3.2 Concorrência no mercado local e global.....	17
4. REGULAÇÃO LEGISLATIVA NA ÁREA DE F&A E A SUA EVOLUÇÃO.....	19
4.1 Os mecanismos jurídicos que regulam operações de F&A na União.....	19
4.2 Concentração de sociedades à luz das regras de concorrência na União.....	30
4.3 Direito comercial português em matéria de F&A.....	37
4.4 Regulação das concentrações de sociedades em Portugal.....	45
5. OS INDICADORES ECONÓMICOS NA ÁREA DE F&A.....	48
6. DISCUSSÃO .....	54
7. CONCLUSÕES.....	56
Bibliografia.....	58

## **Índice de gráficos:**

Gráfico 5-1 F&A no Mundo .....	52
Gráfico 5-2 F&A na America Norte.....	52
Gráfico 5-3 F&A na Europa .....	53
Gráfico 5-4 F&A em Portugal.....	53

## **Índice de tabelas:**

Tabela 2.1.1 -1 Definições de Globalização .....	4
--	---

Tabela 4.3-1 Comparação dos artigos: 9º da Diretiva n.º 2004/25/CE e 182º do CVM.....	40
Tabela 4.3-2 Comparação dos artigos: 11º da Diretiva n.º 2004/25/CE e 182-Aº do CVM..	42
Tabela 5-1 F&A. Número e valor nos picos em 1999 e 2007.....	54

# 1. Introdução

## 1.1 Aspectos do desenvolvimento económico mundial no contexto de globalização e o papel de fatores tecnológicos

Atualmente, novas tendências formam-se no desenvolvimento económico (e, sobretudo, tecnológico) mundial. A mudança tecnológica de grande escala provoca mudanças radicais em setores da economia. As principais tecnologias de plataformas incluem TIC, inteligência artificial, tecnologias avançadas de produção, incluindo robótica, biotecnologia. Estas são de natureza intersetorial e servem como uma base para o desenvolvimento de um grande número de outras tecnologias e setores. O desenvolvimento de novas tecnologias, por sua vez, leva ao surgimento de vários grupos de *players*, as empresas desenvolvem estratégias em busca de novas oportunidades para adquirir quota maior de mercado, que é conseguida através de grandes fusões e aquisições.<sup>1</sup>

A evolução tecnológica é o motor mais importante do crescimento económico moderno que estimula o aumento da produtividade do trabalho, mas é também uma fonte de novos desafios.

Por exemplo, os sistemas com o uso de inteligência artificial tornam-se cada vez mais autónomos. Tais sistemas podem aprender com a sua própria experiência e realizar ações que não foram intencionadas pelos seus criadores. Como mostra um estudo, mesmo na ausência de posição dominante no mercado e alcançando condições de concorrência perfeita a inteligência artificial pode, de forma independente, levar a novas formas de comportamento anticoncorrencial, o que pode exigir a transformação do Direito da concorrência.<sup>2</sup>

Tudo isso conduz a uma aplicação de requisitos significativamente mais rigorosos para a regulação legislativa no estágio atual e também determina a necessidade de

---

<sup>1</sup> Aghion P., Bloom N., Blundell R., Griffith R., Howitt P. *Competition and Innovation: An Inverted-U Relationship*. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 120, Nº 2, 2005, pp. 701–728.; disponível [https://www.ucl.ac.uk/~uctp39a/ABBGH\\_QJE\\_2005.pdf](https://www.ucl.ac.uk/~uctp39a/ABBGH_QJE_2005.pdf)

<sup>2</sup> Ezrachi A., Stucke M. E. *Virtual Competition: The Promise and Perils of the Algorithm-Driven Economy*, Harvard University Press, 2017, 368 p.

desenvolver a nível internacional algumas abordagens de enquadramento para a regulação de novos mercados.

## **1.2 Tendências modernas na regulação legislativa da economia**

Tendências modernas na regulação da economia no contexto das alterações tecnológicas dinâmicas exigem uma mudança na abordagem que vem sendo adotada desde o século passado. Atualmente, os legisladores de todos os países ao regular as relações decorrentes do desenvolvimento da sociedade da informação enfrentam os seguintes desafios:

- em primeiro lugar, as novas relações desenvolvem-se de forma extremamente rápida, enquanto a regulação jurídica é bastante inerte devido a mecanismos complexos para a adoção de atos jurídicos normativos;
- em segundo lugar, a consciência dos legisladores sobre o risco de «excesso de regulação» (a regulação complexa torna-se uma barreira ao crescimento).

Neste caso cresce o papel da regulação legislativa avançada para garantir o desenvolvimento económico sustentável.

Os princípios gerais da «nova regulação», que se tornam críticos nas condições de mudanças rápidas, alta incerteza de consequências, estreita interligação dos aspectos económicos com os sociais e éticos são:

- desenvolvimento das abordagens de quadro comum para a regulação, nomeadamente, propõe-se usar a experiência de regulação «suave», formando estratégias horizontais e definindo documentos de consenso.
- afastamento do Estado da regulação detalhada dos direitos e obrigações dos participantes nas relações económicas, mediante transferência de funções regulatórias para instituições não estatais (organizações autorreguladoras, associações profissionais, associações industriais etc.).

### 1.3 Objetivos de estudo

As relações jurídicas que surgem na área das fusões e aquisições são multifacetadas. Estão sujeitas à regulação legislativa as relações de trabalho específicas, questões da concorrência, societárias, contratuais, fiscais, ambientais, e muitas outras. Neste estudo analisa-se principalmente a legislação sobre operações de fusões e aquisições, incluindo regras de concorrência.

O método deste estudo é uma tentativa de estabelecer uma ligação entre harmonização da legislação que visa liberalizar os processos de fusões e aquisições, devido ao reconhecimento da sua eficiência potencial e os resultados que surgem no tecido económico. A justificação para a eficiência de fusões e aquisições consiste em que a maioria dessas transações não só não são acompanhadas de danos aos consumidores em particular e à sociedade em geral mas, pelo contrário, podem trazer-lhes benefícios significativos na forma de preços mais baixos, melhoria da qualidade dos produtos e serviços, aumento da competitividade das empresas e investimento em inovação, ou seja, contribuem no desenvolvimento da economia global.

O presente estudo está organizado em sete capítulos:

**1. Introdução** – inclui a apresentação dos objectivos deste estudo e a caracterização dos desafios atuais que surgem na área de desenvolvimento económico e que, por sua vez, exigem uma «nova» regulação legislativa.

**2. Revisão da literatura** – é uma revisão onde está apresentada a análise de pesquisas nas áreas relevantes para esse estudo. Este capítulo tem como objetivo mostrar e comparar definições, conceitos e conclusões.

**3. Globalização como tendência mundial principal** – inclui uma análise das tendências atuais da economia global, de acordo com as quais o legislador deve atuar e descreve as formas de concentração de empresas e a contribuição dessas concentrações para o aumento da competitividade no mercado global.

**4. Regulação legislativa na área de fusões e aquisições e a sua evolução** – este capítulo é uma análise da legislação europeia e portuguesa no domínio da regulação das operações de F&A e a sua evolução.

**5. Os indicadores económicos na área de F&A**

– são apresentados os resultados obtidos pelos dados estatísticos e empíricos.

**6. Discussão** – é apresentada uma interpretação e análise dos resultados obtidos e justificação de abordagem de investigação.

**7. Conclusões** – são apresentadas as conclusões de estudo e as suas implicações e limitações.

## **2. Revisão da literatura**

A revisão da literatura resulta do processo de recolha e análise de pesquisas já desenvolvidas nas áreas relevantes para este estudo e tem como objetivo apresentar e comparar conceitos, procedimentos e conclusões relevantes para este trabalho.

### **2.1 Definições**

#### 2.1.1 Globalização

«Globalização» talvez seja um dos termos mais difíceis de definir, pois esse fenómeno é ambíguo em diferentes regiões. As definições conhecidas podem diferir significativamente umas das outras, concentrando-se na componente económico, político ou cultural do fenómeno. Há também definições com conotações negativas e positivas. Como disse um comentador, a conotação depende de o autor representar quem ganha ou perde no processo de globalização. Mas a maioria das definições baseia-se na componente económica do fenómeno.

Abaixo está uma tabela de definições.

*Tabela 2.1.1 -1 Definições de Globalização*

Definições de Globalização	Autores
«As características de globalização incluem a internacionalização da produção, a nova divisão internacional do trabalho, novos movimentos migratórios do Sul para o Norte, o novo ambiente competitivo que acelera esses processos e a internacionalização do Estado...	Robert Cox, 1994

transformando os Estados em agências do mundo globalizado.»	
«... processo em que as estruturas produtivas e financeiras dos países estão interligados por um número crescente de transações transnacionais para criar uma divisão internacional do trabalho em que a criação de riqueza nacional passa, cada vez mais, a depender de agentes económicos de outros países , e o estágio final da integração económica onde tal dependência atingiu o seu limite espacial.»	Paul Bairoch e Richard Kozul-Wrigh, 1996
««Globalização» é o crescimento ou mais precisamente o crescimento acelerado da atividade económica através das fronteiras políticas nacionais e regionais. Encontra expressão no aumento da circulação de bens tangíveis e intangíveis e serviços, incluindo direitos de propriedade, via comércio e investimento e muitas vezes de pessoas, via migração. Esta pode ser e muitas vezes é facilitada pela redução dos impedimentos governamentais a esse movimento e/ou pelo progresso tecnológico, notadamente em transporte e comunicações. As ações de atores económicos individuais, empresas, bancos, pessoas, conduzem-no, geralmente em busca de lucro, muitas vezes estimulado pelas pressões da concorrência. A globalização é, portanto, um processo centrífugo, um processo de alcance económico e um fenómeno microeconómico.»	Charles Oman, 1996
«A globalização é um processo que acontece nos últimos 5.000 anos, mas acelerou-se significativamente desde o fim da União Soviética em 1991. Elementos da globalização incluem capital transnacional, trabalho, gestão, notícias, imagens e dados fluxos. Os principais motores da globalização são as empresas transnacionais (TNCs), as organizações de mídia transnacionais (TMCs), organizações intergovernamentais (IGOs),	Majid Tehranian, 1998

organizações não governamentais (ONGs) e organizações governamentais alternativas (AGOs). De uma perspectiva humanista, a globalização traz consequências positivas e negativas: está a estreitar e ampliar as diferenças de renda entre e dentro das nações, a intensificar e a diminuir a dominação política e homogeneização e pluralização de identidades culturais.»	
«..não é nada além de 'recolonização' em um novo visual.»	Jain Neera, 2001
«Propomos que a palavra designe o alargamento a todo o planeta <ul style="list-style-type: none"> <li>• de um modo de produção (o capitalismo, na sua fase de capitalismo financeiro);</li> <li>• de uma ideologia e de uma forma de governo (o neoliberalismo);</li> <li>• da dominação cultural, comercial e, se necessário, militar, pelos países ocidentais.»</li> </ul>	Academia Sindical Europeia (ASE), 2004

A globalização, assim, aumenta a integração das economias que permite colocar a produção, filiais, escritórios, capitais, prestar serviços, movimentar mercadorias e contratar trabalhadores em qualquer ponto do mundo. Ao mesmo tempo, principal receita de tais atividades pode acumular-se nesta ou em outra parte do mundo.

A tendência mais recente dentro de processo de globalização é o reforço dos acordos regionais, uma vez que conduz os estados a liberalizarem e a harmonizar as suas políticas económicas e jurídicas para reforçar a competitividade do mercado.

### 2.1.2 Fusão e Aquisição

O Direito português (artigo 97º do Código das Sociedades Comerciais) define as condições em que ocorre uma fusão: no caso de transferência global dos ativos e passivos de uma ou várias sociedades para outra, com atribuição de ações ou quotas a sócios desta última; ou no caso de criação de uma nova sociedade, com transferência global dos ativos e passivos das sociedades fundidas, atribuição aos sócios ações ou quotas da nova sociedade. O CSC aponta que as fusões podem ser heterogêneas (por ex. uma sociedade por quotas com outra que é anónima), distingue fusão por

incorporação da fusão com criação de uma nova sociedade mas CSC não explica o conceito. Por isso, as definições de «fusão» resultam da doutrina, por exemplo: RAÚL VENTURA define que a fusão de sociedades «...consiste em juntar os elementos pessoais e patrimoniais de duas ou mais sociedades preexistentes, de tal modo que passe a existir uma só sociedade.»<sup>3</sup> ELDA MARQUES entende a fusão como «...o instrumento por excelência da chamada concentração empresarial primária ou na unidade, caracterizada pelo aumento da dimensão das estruturas económico-empresariais e pela diminuição correlativa do seu número, por contraposição à concentração secundária ou pluralidade ou «concentration sans fusion», marcada pela integração das empresas em estruturas económicas mais vastas, de onde resulta a perda da sua autonomia económica e a subordinação a uma direcção unitária, com manutenção da autonomia jurídica e patrimonial, cujo modelo operativo encontramos especialmente no grupo de sociedades.»<sup>4</sup> MENEZES CORDEIRO define a fusão de sociedades como ato de reorganização de empresas permite alcançar a concentração económica, na qual duas ou mais sociedades se juntam para formar uma só.<sup>5</sup> São esses conceitos: concentração empresarial e concentração económica mais do que outros, que correspondem ao foco deste trabalho. De acordo com Artigo 112º do CSC uma fusão tem três consequências principais:

- extinção de, pelo menos, uma das sociedades incorporadas ou fundidas;
- transmissão de todos os ativos e passivos das sociedades extintas para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade;
- aquisição, pelos sócios das sociedades extintas da qualidade de sócios da sociedade incorporante ou da nova sociedade.

A produção dos efeitos acontece depois do registo da fusão que, culmina um processo que passa pela deliberação fusão por todas as sociedades participantes.

---

<sup>3</sup> Ventura, Raúl. *Fusão, cisão, transformação de sociedades. Comentários do código das sociedades comerciais.* Coimbra. Almedina, 1990, pp. 14-15.

<sup>4</sup> *Código das sociedades comerciais em comentário volume II, Coord. Jorge Manuel Coutinho de Abreu.* Coimbra. Almedina, 2011, p. 157

<sup>5</sup> Cordeiro, António Menezes. *Direito das Sociedades I, Parte Geral., 3.ª edição.* Coimbra. Almedina, 2016, p.1025. In Pinto, Sónia Cláudia Teixeira, p. 23

O que distingue principalmente uma aquisição de uma fusão é que no caso de aquisição a sociedade visada não deixa de existir mas o controlo sobre esta muda para outra entidade ou pessoa. Na opinião de PAULO CÂMARA as operações de aquisição de sociedades são «processos compostos pelo encadeamento de uma multiplicidade de actos e negócios jurídicos tendentes à efectivação do efeito translativo sobre os bens que constituem a empresa ou sobre as participações sociais da sociedade que a detém.»<sup>6</sup> Neste caso as participações sociais (partes, quotas ou ações) significam todos dos direitos e obrigações que os sócios têm, incluindo direito de voto, direito de lucro, obrigação de prestações acessórias, etc. Os bens que constituem a empresa, significam os ativos materiais e não materiais, créditos ou direitos. De acordo com o STEPHEN M. BAINBRIDGE *asset deals* podem conter mecanismos até mais complexos devido à necessidade de preparação de documentos relativamente da cada bem. Também o processo de distribuição da contraprestação aos acionistas é mais complexo. Como a sociedade ainda existe, uma opção é distribuir a contrapartida como um dividendo. Pode ser que a empresa vá ser formalmente dissolvida e os seus outros ativos, no caso de existência, (incluindo a contraprestação paga na aquisição) vão distribuídos aos seus acionistas em um dividendo liquidante final.<sup>7</sup> Por esses e outros motivos share deals são principais instrumentos de aquisição de sociedades com fim de conseguir o controlo sobre esta, desde que as participações adquiridas representam a maioria ou a totalidade do capital social da sociedade.

Na opinião de SÉRGIO BOTREL independentemente do modelo jurídico escolhido, o que caracteriza uma operação de fusão e aquisição é a sua finalidade: servir de instrumento de implementação da estratégia de crescimento externo/inorgânico ou compartilhado.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Câmara, Paulo e Miguel Brito Bastos. *O direito da aquisição de empresas: uma introdução*, in Paulo Câmara (coord.), *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011, p. 19

<sup>7</sup> Stephen M. Bainbridge. *Mergers and acquisitions. Concepts and insights series. Third edition. Foundation Press, 2012, 362 p.*

<sup>8</sup> Botrel, Sérgio. *Fusões e Aquisições. 5ª edição. São Paulo. Saraiva, 2017; disponível [https://books.google.pt/books?hl=en&lr=&id=f2qwDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT13&dq=sergio+botrel+fus%C3%B5es+e+aquisi%C3%A7%C3%B5es+pdf&ots=Vjroee2zft&sig=bjLGAdS\\_mXvU-](https://books.google.pt/books?hl=en&lr=&id=f2qwDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT13&dq=sergio+botrel+fus%C3%B5es+e+aquisi%C3%A7%C3%B5es+pdf&ots=Vjroee2zft&sig=bjLGAdS_mXvU-)*

## 2.2 Motivos de sociedades para as F&A e efeitos potenciais delas sobre o bem-estar.

Este capítulo analisará quais são os motivos de F&A e que benefícios estas podem trazer, por um lado, para as sociedades e, por outro, para a comunidade em geral.

Praticamente todos os autores mencionam tais benefícios de F&A como: o aumento da eficiência, rápida expansão, obtenção de sinergias, ganhar poder de mercado, diversificação ou integração horizontal ou vertical. De acordo com ASWATH DAMODARAN existem dois tipos de sinergia: operacional (aceleração de crescimento ou redução de custos) e financeira que é o efeito da redução dos impostos pagos (se houver benefícios da empresa visada e a possibilidade de sua aplicação no pagamento de impostos pela empresa resultante) mais o aumento da qualidade de crédito e aumento os fundos para liquidações.<sup>9</sup>

Segundo SÉRGIO BOTREL os motivos que levam as sociedades a procurar F&A são:

- economias de escala e custos de transação

(Se tomar em conta que os custos fixos para a realização uma atividade de pequena ou média dimensão são próximos dos custos fixos para a realização uma atividade de grande dimensão, então se a produção aumentar, conseqüentemente vão aumentar os ganhos de eficiência. Economia de custos de transação consegue-se através de redução dos custos derivados das transações com fornecedores, distribuidores e outros terceiros que deixam de existir);

- aumento do poder de mercado

(Poder de mercado permite que a empresa vai ter uma posição dominante que dá-lhe capacidade de impor um preço mais alto aos clientes e um preço mais baixo aos fornecedores. Isto atinge-se através de quota de mercado grande, diferenciação do produto ou barreiras de entrada, ou seja na ausência ou na fraqueza dos concorrentes);

---

*Bp7JNkNKy0XUE&redir\_esc=y#v=onepage&q=sergio%20botrel%20fus%C3%B5es%20e%20aquisi%C3%A7%C3%B5es%20pdf&f=true*

<sup>9</sup> Damodaran A. *Investment valuation. 2ed, Chapter 25, p. 8; disponível:*

[https://www.academia.edu/25788482/Damodaran\\_Aswath\\_-\\_Investment\\_Valuation\\_2\\_edition](https://www.academia.edu/25788482/Damodaran_Aswath_-_Investment_Valuation_2_edition)

- vencer barreiras à entrada no mercado

(Quando empresas presentes num mercado aproveitam economias de escala ou possuem acesso privilegiado a recursos ou localização estratégica, têm patentes ou subsídios do governo, têm relação de longo prazo com clientes e/ou fornecedores, quando existe escassez de canais de distribuição, etc.);

- internacionalização

(tem a ver com vencer barreiras à entrada no mercado, neste caso um mercado estrangeiro, o que permite ter novos clientes, reduzir os custos ao aproveitar de mão de obra, recursos ou matéria-prima mais baratos);

- oportunidade de negócio: empresas em dificuldade e ativos de empresas em recuperação judicial

(dificuldades económicas ou financeiras podem ser resolvidas através da busca um novo parceiro ou da transferência da operação ineficiente, seja alienação dos ativos seja cisão parcial. Isto pode ser uma medida menos traumática para uma empresa);

- renovação, regeneração e substituição de pesquisa e desenvolvimento

(O retorno de investimento em pesquisa e desenvolvimento pode demorar um tempo indeterminado ou nunca acontecer, e possibilidade financeira neste caso não garante o melhor resultado. Por outro lado pequenas empresas que conseguiram pesquisar algo novo e interessante não têm recursos para expandir o seu potencial. Aquisição dessas pequenas empresas ou criação de *joint ventures* pode complementar as duas necessidades: o novo produto e os recursos);

- consolidação de posição em setores que atingiram alto grau de maturidade

(Se tomar em conta que um ciclo da vida de um setor consiste nas etapas: introdução, crescimento, maturidade e declínio, então o crescimento orgânico já não é possível num setor que está na última ou penúltima fase. Neste caso a realização de F&A é a questão de sobrevivência no mercado, o que a forte concentração nos mercados que atingiram certo grau de maturidade demonstra, por exemplo, no setor bancário);

- combinação de elos da cadeia produtiva («verticalização»);

(Tudo que a empresa necessita na cadeia produtiva e pode ser produzido por própria empresa por preço mais baixo do que o mercado oferece, permite-lhe reduzir custos das transações e também depender menos do fornecedor e evitar problemas de agência.

Isto justifica a estratégia de «verticalização» que acontece no caso de F&A entre empresas que estão na mesma cadeia de produção).

Entre outros motivos SÉRGIO BOTREL menciona diversificação, redução de capacidade ociosa, prevenção de transações pela concorrência e limitação da entrada de novos concorrentes, substituição de gestão ineficiente.<sup>10</sup>

No que diz respeito aos benefícios fiscais FILIPE LOBO SILVA entende que o processo de F&A envolve transferências de ativos, trocas de títulos e outras operações, então pode levar a uma alta carga fiscal e tornar-se um obstáculo à sua realização caso as empresas concluam que os benefícios dessas operações podem ser anulados pela carga fiscal.<sup>11</sup>

Para eliminar estes obstáculos à realização da F&A, o legislador português, por exemplo, adoptou a necessidade de neutralidade fiscal relativamente à F&A através da transposição da Directiva 90/434/CEE.<sup>12</sup> De acordo com o regime de neutralidade fiscal, é garantido o diferimento fiscal das mais-valias relativas aos ativos cedidos, às acções retiradas ou substituídos, para a empresa beneficiária pode deduzir os prejuízos fiscais acumulados pela empresa incorporada ou adquirida, ao aproveitar a redução fiscal que recai sobre os lucros auferidos durante o exercício do ano.

Outro questão importante que leva a pensar sobre benefícios dos grupos deferentes é o interesse público. Será que F&A podem trazer benefícios para a sociedade em geral? Primeiro temos que definir principais preocupações que F&A provocam. Assim temos em primeiro lugar as teorias de interesse público muito baseadas nas teorias económicas. O principal aspeto destas teorias é o benefício da regulação, que visa estabelecer tais regras de funcionamento de mercado onde encontram-se seguintes condições:

- muitos compradores e vendedores;

---

<sup>10</sup> Botrel, Sérgio. *Fusões e Aquisições*. 5ª edição. São Paulo. Saraiva, 2017, sumário; disponível: [https://books.google.pt/books?hl=en&lr=&id=f2qwDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT13&dq=sergio+botrel+fus%C3%B5es+e+aquisi%C3%A7%C3%B5es+pdf&ots=Vjroee2zft&sig=bjLGAAdS\\_mXvU-Bp7JNkNKy0XUE&redir\\_esc=y#v=onepage&q=sergio%20botrel%20fus%C3%B5es%20e%20aquisi%C3%A7%C3%B5es%20pdf&f=true](https://books.google.pt/books?hl=en&lr=&id=f2qwDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT13&dq=sergio+botrel+fus%C3%B5es+e+aquisi%C3%A7%C3%B5es+pdf&ots=Vjroee2zft&sig=bjLGAAdS_mXvU-Bp7JNkNKy0XUE&redir_esc=y#v=onepage&q=sergio%20botrel%20fus%C3%B5es%20e%20aquisi%C3%A7%C3%B5es%20pdf&f=true)

<sup>11</sup> Silva, Filipe Lobo. *As operações de Reestruturação Empresarial como Instrumento de Planeamento Fiscal*. Coimbra. Almedina, 2016, pp. 93-97

<sup>12</sup> Directiva 90/434/CEE do Conselho, de 23 de Julho de 1990

- não há assimetrias de informação entre comprador e vendedor, o vendedor não tem superioridade

de informação quanto a qualidade do bem, se isto não acontecer o mercado não é perfeito.

- não existir externalidades que são um custo imposto a alguém sem o compensar devidamente/integralmente por isso. (questões como ambiente e proteção de consumidor).

A distorção de mercado ocorre quando as empresas ganham um poder de mercado em excesso, que leva ao desvio entre o preço praticado e o custo marginal. Quando as empresas fixar os preços acima dos seus custos marginais resultam as seguintes situações de ineficiência:

- ineficiência na utilização de recursos produtivos, por causa da restrição deliberada das quantidades oferecidas no mercado;

- ineficiência, que se traduz no facto de as empresas não procuram reduzir os custos, pois o mercado não as penalize por isso;

- transferência injustificada de rendimentos dos consumidores para os produtores.

Além disso, o poder de mercado, que aumenta com o nível de concentração das empresas, pode ter como o efeito eliminação de concorrentes e desenvolvimento de estratégias de concertação de preços para apropriar o excedente do consumidor.

Uma das teorias que defendem de concentração das empresas é a teoria de Oliver Williamson (1968). Williamson procurou determinar em que condições os efeitos de fusões sobre o bem-estar são positivos. O autor não deu prevalência os excedentes do consumidor ou produtor, considerava que o bem-estar social resulta da soma dos dois excedentes. A essência da teoria consiste em seguinte: um aumento do poder de mercado reflecte no aumento do preço e na contracção das quantidades oferecidas no mercado. Como o resultado o consumidor perde uma quantia A. Uma parte dessa perda considerada como uma perda efetiva de bem-estar social, é uma quantia B. Para uma empresa que atingiu uma diminuição dos custos médios de produção, associada a economias de escala decorrente de concentração, o ganho de eficiência dá origem a um ganho de bem-estar representado pela quantia C. Daqui resulta que o efeito líquido da fusão sobre o bem-estar social é uma diferença entre os valores B e C. Se C for

maior do que B, então a sociedade (em geral) ganha. Williamson defende assim que o regulador não pode ignorar a possibilidade de a redução dos custos de produção (ganho de eficiência) poder compensar os custos gerados pelo aumento do poder de mercado (redução do excedente do consumidor). Se uma tal possibilidade não for tida em conta, estar-se-á a penalizar a sociedade em termos de bem-estar.

No seu trabalho «Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis» JOSEPH FARRELL and CARL SHAPIRO analisaram o impacto sobre o bem-estar social de F&A horizontais que correm numa economia fechada (dentro de um país específico)<sup>13</sup> Esses autores propuseram uma fórmula para calcular o impacto de F&A sobre o bem-estar. Efeito da fusão sobre o bem-estar ( $\Delta W$ ) igual à soma o efeito interno ( $\Delta \Pi^a$ ) que é a variação dos lucros das empresas envolvidas na operação ou insiders antes e depois de F&A mais o efeito externo ( $\Delta \Pi^o$ ) que é o efeito da F&A sobre as empresas rivais ou outsiders mais o efeito sobre os consumidores ( $\Delta CS$ ).

$$\Delta W = \Delta \Pi^a + \Delta \Pi^o + \Delta CS$$

daqui temos que o efeito externo da operação será:

$$\Delta W - \Delta \Pi^a = \Delta \Pi^o + \Delta CS$$

Então, se assumir que qualquer fusão é sempre internamente lucrativa, ou seja,  $\Delta \Pi^a > 0$ , caso contrário não seria realizada, tal fusão resultará obrigatoriamente ao aumento do bem-estar social se o seu efeito externo for positivo, ou seja,  $\Delta \Pi^o + \Delta CS > 0$ . Esta condição é suficiente mas não é necessária, segundo aos autores, que defendem a possibilidade que o impacto da fusão sobre o bem-estar pode ser superior a zero sem efeito externo seja positivo. Os autores dão três exemplos com efeitos diferentes, nomeadamente:

1. No caso de  $\Delta W - \Delta \Pi^a > 0$  mas  $\Delta \Pi^a < 0$  mesmo que  $|\Delta W - \Delta \Pi^a| > |\Delta \Pi^a|$  quando  $\Delta W > 0$ , a fusão não vai ser aceite, pois prejudica as empresas privadas. Neste caso o benefício social não leva à fusão.

---

<sup>13</sup> Joseph Farrell and Carl Shapiro. *Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis*. *The American Economic Review*. Vol. 80, Nº 1, March, 1990, pp. 107-126

2. No caso de  $\Delta W - \Delta \Pi^a > 0$  e  $\Delta \Pi^a > 0$  quando  $\Delta W > 0$ , a fusão é desejável para todos

3. No caso de  $\Delta W - \Delta \Pi^a < 0$  mas  $\Delta \Pi^a > 0$  quando  $\Delta W > 0$ . Mesmo que o efeito externo é negativo a fusão deve ser aceite se  $|\Delta W - \Delta \Pi^a| < |\Delta \Pi^a|$ , pois o benefício das empresas superior de perda social.

Como alertam os autores, se o regulador apenas aprovar fusões que caíam em duas primeiras das situações estará a diminuir o bem-estar social, uma vez que existe ainda uma terceira «área» com resultados socialmente benéficos.

PEDRO P. BARROS e LUÍS CABRAL estenderam a análise de Farrell e Shapiro das fusões horizontais para o caso de uma economia aberta. Os autores mostraram que as regras para aprovação de uma fusão devem ser adaptadas devido ao facto de o regulador nacional se preocupar apenas com o bem-estar doméstico, ou seja, ignorar o efeito da fusão sobre empresas e consumidores estrangeiros. Além disso, exploraram as consequências de externalidade em um modelo de ‘mercado único’, mais precisamente, ao contexto do Mercado Único Europeu o qual é composto por um conjunto de economias integradas que inclui consumidores e produtores de diferentes países. Neste contexto deve existir interesses diferentes: do regulador supranacional, que se preocupa sobre o mercado todo e, portanto, tenta maximizar o bem-estar global, e da autoridade de defesa da concorrência doméstica, que se preocupa só pelo aumento do bem-estar nacional. Portanto, os diferentes interesses de diferentes reguladores podem levar ao enviesamento quando a decisão de aprovar ou proibir uma fusão é descentralizada. Como regra a autoridade de defesa da concorrência nacional na sua avaliação de F&A vai ignorar os efeitos da fusão doméstica sobre as outsiders e os consumidores externos. Estes só poderão ser apreendidos por autoridade supranacional. Ao mesmo tempo a Comissão Europeia, enquanto entidade reguladora supranacional das operações de concentração de empresas no espaço comunitário, só controla fusões com dimensão comunitária. Por isso Barros e Cabral permitem neste caso o risco de a Comissão Europeia cometer erros, designados pelos autores «erro de

tipo I», pois a subsidiariedade limita os seus poderes em termos da aplicação da legislação comunitária.<sup>14</sup>

### **3. Globalização como tendência mundial principal.**

#### **3.1 Agrupamento de empresas no processo de globalização**

Vários componentes do processo de globalização da economia mundial têm sido discutidos com alto nível de seriedade desde as décadas de 60-70 do século passado, mas a questão atingiu o seu nível atual de relevância na década de 90.

O *status* de uma tendência principal que a globalização assumiu hoje na economia global confere-lhe principalmente o facto de que essa direção está aparentemente presente mesmo naqueles estados onde outras tendências do atual sistema global expressam-se fracamente e dificilmente são perceptíveis. Em particular, os países atrasados e subdesenvolvidos quase não estão envolvidos em processos como pós-industrialização, integração ou transnacionalização mas ao mesmo tempo estão incluídos no processo de globalização dos mercados mundiais e são amplamente orientados para os mercados externos: serviços, bens, trabalho (exportação ativa), conhecimento (importação), capital (ao receber ajuda). Entre as principais condições para a transição para uma economia de mercado que foram escolhidas como diretriz pelos estados reformados e seus parceiros dos países desenvolvidos e organizações internacionais estavam: a liberalização dos preços, a privatização das empresas do estado e estabilização da economia no nível macro. Ao mesmo tempo a criação de condições para a concorrência e instituições específicas de mercado ficaram em segundo plano, e houve também uma diminuição do papel atribuído aos governos em esta economia mista.

A globalização da economia impõe certos requisitos aos negócios. Para operar no mundo global, uma empresa deve: expandir a sua área de presença, buscar novos mercados de vendas, organizar novas cadeias de suprimentos, introduzir tecnologias

---

<sup>14</sup> Barros, Pedro. Cabral, Luís. *Merger policy in open economies. New University of Lisbon («Nova») Working Paper nº 184. Lisbon, May, 1992, 20 p.; disponível: <https://run.unl.pt/bitstream/10362/85760/1/WP184.pdf>*

que permitam o monitoramento remoto eficaz dos processos, gerenciar e contratar funcionários nos países de presença, conhecer a legislação e as características culturais desses países. Esta é uma tarefa complexa que pode ser resolvida de várias maneiras. A primeira é o crescimento orgânico do negócio, a sua expansão gradual, inclusive geográfica, que levará muitos anos. A segunda forma é o agrupamento das empresas. O estudo da questão dos métodos e mecanismos de agrupamento permite-nos identificar alguns deles que apresentam traços característicos tanto do ponto de vista económico como jurídico. O agrupamento das empresas pode ser realizado por modos diferentes, entre principais:

- aquisição, que significa transmissão de empresas através dos dois modelos básicos: *asset deals* ou *share deals*.
- fusão, que ocorre quando duas ou mais sociedades, ainda que de tipo diverso fundem-se mediante a sua reunião em uma só.
- constituição de relação de grupo ou de domínio sem oferta pública,
- aumento de capital realizado por um participante novo que adquire o controlo sob uma empresa (a subscrição por investidores externos de aumentos de capital geradores de alteração de controlo), - constituição de *holding* equidistante das empresas fundidas.

Este trabalho vai incidir mais detalhadamente nas fusões e aquisições, pois esses modelos são mais específicos em termos de transferência de ativos e passivos das empresas.

Para as fusões designados formais ou fusões no sentido jurídico especialidade mais significativa consiste em transmissão todos os ativos e passivos uma ou várias sociedades para uma só em troca das ações da mesma e dissolução de uma ou várias sociedades sem liquidação.

É costume distinguir entre os seguintes tipos de fusões:

- fusões por incorporação (quando uma sociedade adquire uma ou várias outras sociedades)
- fusões mediante constituição (quando duas ou mais sociedades formam uma nova sociedade para a qual transferem os seus ativos e passivos)

Também podemos distinguir fusões por absorção (quando todos os ativos e passivos de uma empresa tiverem sido transferidos para outra que já detém os títulos da primeira empresa) ou fusões inversas na direção oposta (empresa-filha absorve a empresa-mãe).

No mundo moderno, distinguem-se as fusões verticais, horizontais e conglomeradas. Horizontal - entre concorrentes, o que permite adquirir uma grande participação de mercado e eliminar um concorrente. Vertical - no âmbito da produção de produtos/tecnologias que complementam um processo, por exemplo: a produção de computadores e o desenvolvimento de software para os mesmos. As fusões de conglomerados não estão relacionadas entre si em nenhum setor ou de qualquer outra forma, o seu efeito é muitas vezes controverso, mas às vezes o benefício é que o adquirente vê algumas perspectivas na presença no novo mercado.

É interessante notar que o processo inverso - a separação das empresas em uma unidade de negócios independente também ocorre. Muitas vezes isso permite que as áreas de negócios mais promissoras cortem o lastro na forma de áreas menos rentáveis e ganhem «altura» com velocidade máxima. Por exemplo, numa era de desaceleração da atividade empresarial, devido às restrições da Covid-19, o processo de agrupamento das empresas abrandou. Em particular, na área de restauração uma direção como *take away* recebeu maior desenvolvimento e, em alguns casos, foi separada em um negócio independente. Além disso, as divisões *spin-off* de uma empresa podem ser fundidas com outra empresa ou suas partes (também *spin-offs*) em uma nova empresa única.

### **3.2 Concorrência no mercado local e global**

A primeira legislação *antitrust* surgiu nos EUA e tinha como objetivo proteger a concorrência leal e os consumidores. Havia muitas restrições a fusões e aquisições. Os critérios para determinar se uma transação deve ser permitida eram complexos e bem elaborados; o sistema em geral contribuiu para o desenvolvimento da economia americana e o crescimento do empreendedorismo. Era um ambiente de negócios muito saudável que permitia o desenvolvimento da indústria, comércio, serviços e tecnologia americanos. Após atingir determinados indicadores, a situação mudou e o principal objetivo passou de proteger a concorrência dentro do país mas vencer os concorrentes

no mercado externo. Isso permitiu a formação de grandes corporações poderosas e a captura de mercados estrangeiros. Também o Japão, cuja economia é orientada para a exportação e em que as empresas tradicionalmente se uniram nos chamados «keiretsu» - grupos, cada um dos quais é algo como um monolítico aglomerado económico. Como regra, o núcleo do «keiretsu» foi uma grande corporação a volta da qual agrupam-se as pequenas e médias empresas. O sistema «keiretsu» é uma herança da estrutura tradicional dos chamados «zaibatsu», as antigas famílias industriais. É verdade que, ao contrário do «zaibatsu», o «keiretsu» não eram tão focados nos interesses de uma família individual, e todas as conexões ali foram condicionados a interesses comerciais. Outro exemplo é a Coreia do Sul, em que um milagre económico aconteceu na segunda metade do século 20 - um país pobre que sobreviveu à divisão em duas partes foi transformado em uma das principais economias do mundo. O segredo do sucesso foi a aplicação sistemática de uma estratégia de crescimento por meio das exportações e do domínio das grandes corporações empresariais.

Outros países foram obrigados a seguir o exemplo dos Estados Unidos se não quisessem perder na competição para os Estados Unidos e o Japão. Assim, a política regulatória de muitos países, inclusive da União Europeia, começa a equilibrar-se entre regras de concorrência restritivas no mercado doméstico e regras bastante liberais no mercado externo, de forma a atrair investimento estrangeiro direto. Existem vários conceitos de eficiência económica e, conseqüentemente, teorias sobre a eficácia das fusões e aquisições em termos de bem-estar social. Economia de bem-estar que baseia-se no conceito de eficiência económica, na abordagem económica tradicional, é um instrumento legal que promove eficiência económica e justifica-se se for eficiente, se não for não se justifica.

O que é eficiência económica? O conceito dominante é o de Kaldor-Hicks que é um dos conceitos de eficiência em análise económica do Direito. O conceito implica: o instrumento jurídico que procede a uma mudança/alteração implica que alguém perca e alguém ganhe; a mudança é eficiente se os ganhos forem superiores as perdas. Exemplo de uma variação de bem-estar: quem ganha, ganha 100 e quem perde, perde 80 e a variação líquida é 20 – o que significa que este instrumento jurídico promove eficiência, e em teoria os ganhos compensarão as perdas.

Assim, para aumentar a eficiência económica e a competitividade das empresas, o legislador segue o caminho da liberalização das regras relativas às fusões e aquisições. Tendo em conta o exposto, pode-se notar que o crescimento das empresas nacionais dentro de cada país é limitado a favor do crescimento das multinacionais, uma vez que agora quem estiver interessado em uma maior expansão dos negócios verá as suas perspectivas na promoção de negócios fora do país de origem. Esta situação começa a mudar globalmente o quadro económico do mundo. As empresas transnacionais ao receber tais vantagens legislativas, tornam-se os principais atores na arena económica global.

## **4. Regulação legislativa na área de fusões e aquisições e a sua evolução**

### **4.1 Os mecanismos jurídicos que regulam operações de F&A na União**

O Tratado sobre o Funcionamento da UE é o principal documento de acordo com o qual são adotadas as Diretivas jurídicas societárias, destinadas a harmonizar a regulação societária na UE.

(Alínea “g” do n.º 2 do artigo 50.º)

Em relação aos procedimentos e às operações de fusões e aquisições iremos ter interesse em analisar a simplificação das mesmas e a universalidade de aplicação nos diferentes Estados-Membros. O primeiro documento mais significativo para se tornar isto possível foi a Terceira Diretiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro, fundada na alínea g) do n.º 3, do artigo 54º, do Tratado e relativa à fusão das sociedades anónimas.

Na Terceira Diretiva 78/855/CEE de 9 de Outubro, as instituições da CEE tentaram harmonizar a legislação dos Estados-Membros no domínio da regulação legislativa das fusões de sociedades. Esta directiva regulou não só algumas questões relacionadas com as operações da fusão mas também visava proteger os interesses patrimoniais dos accionistas e dos credores de sociedade. A característica mais importante da Terceira Diretiva é que obrigou os Estados-Membros que não conheciam previamente a

instituição da fusão a introduzi-la na sua legislação nacional (artigo 2.º da Directiva). Isto justifica-se pelo facto de as fusões “formais” não terem sido possíveis em todos os Estados-Membros antes da adoção da diretiva, embora fosse em todos os casos possível a realização de fusões económicas (em resultado da combinação dos seus activos as sociedades poderiam tornar-se uma entidade única do ponto de vista económico, ainda que mantendo-se independentes do ponto de vista jurídico).<sup>15</sup>

A Diretiva estabeleceu o princípio fundamental das fusões: sucessão universal sem liquidação das sociedades originárias, que serve como uma garantia para os credores e para todos os demais terceiros com os quais essas sociedades tenham obrigações.

Distingem-se dois tipos de fusões - através de incorporação (absorção) e através da constituição de uma nova sociedade.

A fusão por incorporação é uma operação pela qual uma ou mais sociedades, em decorrência de dissolução sem liquidação, transferem para outra sociedade todos os seus ativos e passivos patrimoniais, desde que os accionistas da sociedade adquirida recebam as ações da sociedade adquirente e, eventualmente, compensação pecuniária em valor não superior a 10% do valor nominal das ações ou, na falta de valor nominal, do seu valor patrimonial. Acontece da mesma forma também com fusões do segundo tipo, estando a diferença em todos os accionistas das sociedades envolvidas recebem ações da nova sociedade.

O procedimento de fusão por incorporação estabelecido pela Terceira Diretiva consiste nas seguintes etapas. A primeira etapa de uma fusão por incorporação é a decisão sobre a necessidade de realizar a fusão em causa. Nesta fase, são desenvolvidos todos os documentos, que posteriormente são apresentados aos accionistas das sociedades para tomar decisão sobre a fusão. O mais importante nesta fase é o desenvolvimento e apresentação pelos órgãos executivos das empresas incorporadoras de um projeto da futura fusão. A Terceira Diretiva continha requisitos de qualidade para o conteúdo deste documento, que continuam ser os mesmos até hoje:

a) o tipo, a denominação e a sede social das sociedades participantes na fusão;

---

<sup>15</sup> *Um exemplo é a lei holandesa que, no entanto, assumiu a introdução dessa instituição no projeto do novo Código Civil.*

- b ) a relação de troca das acções e, se for caso disso, a quantia em dinheiro atribuída aos accionistas;
- c ) as modalidades de entrega das acções da sociedade incorporante;
- d ) a data a partir da qual essas acções conferem o direito aos dividendos, bem como qualquer especialidade relativa a esse direito;
- e ) a data a partir da qual as operações das sociedades incorporadas serão consideradas, do ponto de vista contabilístico, efectuadas por conta da sociedade incorporante;
- f) os direitos assegurados pela sociedade incorporante aos accionistas que gozem de direitos especiais e aos portadores de títulos diferentes das acções , ou as medidas propostas relativamente a eles;
- g ) quaisquer vantagens especiais atribuídas aos peritos referidos no n.º 1 do artigo 10.º, bem como aos membros dos órgãos de administração, de direcção, de vigilância ou de fiscalização das sociedades participantes na fusão.<sup>16</sup>

A fim de proteger os interesses dos accionistas (em maior medida, dos accionistas das sociedades incorporadas), a Terceira Diretiva previa ainda a existência de tal documento como um relatório escrito pormenorizado elaborado pelos órgãos executivos das sociedades e contendo a explicação os termos da incorporação que estão propostas no projeto e também a base jurídica e económica para essas condições. Em particular, o relatório deve justificar a relação de troca das ações, as dificuldades reais na avaliação.

O terceiro documento previsto na presente Diretiva foi o relatório escrito dos peritos. Para cada uma das sociedades incorporadas, um ou mais peritos independentes nomeados ou aprovados por órgão judicial ou administrativo analisam o projeto de fusão e elaboram um relatório escrito destinado aos acionistas. Em conclusão, os peritos devem em qualquer caso indicar se, na sua opinião, e relação de troca das ações é adequada e razoável.

O relatório dos peritos deve conter informações como:

- o(s) método(s) utilizado(s) para determinar a relação de troca proposta;

---

<sup>16</sup> Art. 5º da Diretiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro.

- se este método (métodos) é adequado neste caso particular, e indicar os valores que cada um destes métodos resulta; uma opinião deve ser expressa quanto à importância relativa dada a esses métodos na determinação do valor final.

Se surgirem dificuldades de avaliação, essas circunstâncias são refletidas no relatório.<sup>17</sup>

Assim, a Diretiva colocou o projeto como um documento central de uma fusão. O relatório dos peritos e relatório elaborado pelos órgãos de fiscalização são pareceres sobre aquele projeto.

De acordo com o artigo 6º da Terceira Diretiva, o projeto de fusão devia ser publicado pelo menos um mês antes da data da assembleia geral de accionistas na qual está prevista uma decisão sobre os termos da fusão.<sup>18</sup> A segunda etapa da fusão é a realização do direito dos accionistas de consultar os documentos e preparação para a assembleia geral para se pronunciar sobre o projecto de fusão. A terceira etapa de uma fusão é a realização de assembleias gerais de accionistas, nas quais é decidida a questão da aprovação do procedimento de fusão. Uma fusão requer pelo menos a aprovação da assembleia geral de cada uma das sociedades intervenientes. Note-se também que a legislação nacional dos Estados-Membros pode prever um procedimento de maioria simples no caso de 50% do capital social estar representado na assembleia geral.<sup>19</sup>

Uma fusão só podia ser declarada inválida se forem violados os requisitos de controlo prévio ou reconhecimento notarial, bem como se a decisão da assembleia geral for nula ou anulável nos termos da lei nacional.<sup>20</sup> A Diretiva regulou também o procedimento e as consequências da invalidez. Uma fusão só podia ser declarada inválida por um tribunal ou órgão administrativo, se a decisão desse órgão puder ser contestada judicialmente. A reclamação correspondente só pode ser intentada no prazo de seis meses a partir do momento em que a fusão entrou em vigor nos termos de artigo 17 da Diretiva. Se for possível eliminar a infracção pela qual a fusão foi inválida, então o tribunal (órgão administrativo) deve estabelecer um prazo para eliminar a infracção.

---

<sup>17</sup> Art. 10º da Diretiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro.

<sup>18</sup> Art. 6º da Diretiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro.

<sup>19</sup> Art. 7º da Diretiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro.

<sup>20</sup> Art. 22 da Diretiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro.

A decisão de reconhecer a fusão como inválida não afeta a validade das obrigações da empresa perante terceiros e terceiros perante a empresa que surgiram desde o momento em que a fusão entrou em vigor até a publicação desta decisão.

Em geral, a Terceira Diretiva distinguiu-se por um carácter de compromisso. Deixou muita margem para a aplicação das leis nacionais das sociedades em relação às fusões. A principal inovação no momento da adoção da Diretiva, na opinião dos especialistas, para todos os Estados-Membros deve ser considerada, em primeiro lugar, que a razoabilidade de fusão e sua legitimidade passou ser verificada por um perito independente e, em segundo lugar, que o projeto da fusão devia ser discutido com os representantes dos trabalhadores, cuja opinião devia ser tomada em consideração pela assembleia geral de accionistas, antes de decidir sobre a fusão.

Em 17 de dezembro de 1982, entrou em vigor a Sexta Diretiva 82/891/EEC, que harmonizou a legislação sobre a cisão das sociedades. A razão da adoção do diploma decorreu diretamente do significado do preâmbulo da própria diretiva. Consistia principalmente no facto de a instituição da cisão não foi conhecida por todos os Estados-Membros. No entanto, nos estados onde era conhecido, fusões e cisões tinham muito em comum. Assim era, por exemplo, na França onde a Lei das Sociedades Comerciais de 24 de julho de 1966 previa cisões, cuja forma mais popular era a chamada cisão-fusão (*fusion-scission*).

Esta forma de cisão estava sujeita ao perigo de ocultar várias oportunidades para a reestruturação de empresas. Como resultado desta forma de instituição de cisão, as empresas tinham a oportunidade de contornar os requisitos da Terceira Diretiva, substituindo o procedimento de fusão pelo procedimento de cisão-fusão. O mecanismo de contraposição a este estado de coisas foi a Sexta Diretiva, que se tornou obrigatória apenas para os países cuja legislação societária permitia as formas de cisão nela previstas. Os países em que já existia a instituição da cisão tiveram quatro anos para alinhar sua legislação com Sexta Diretiva. Por exemplo, isso foi feito pelo Reino Unido em 1987, pelas França e Itália em 1988 e 1989, respectivamente, e pela Alemanha em 1994. O facto que a Directiva não obrigou os estados onde a cisão não estava prevista a introduzir esta instituição é bastante compreensível, porque nos estados cuja lei não era conhecida pela cisão, não havia oportunidades para contornar a Terceira diretiva

sobre as fusões. Por exemplo, os Países Baixos não tiveram de fazer quaisquer alterações e aditamentos à sua legislação sobre as sociedades anónimas, uma vez que não previa a cisão de empresas.

Do ponto de vista da técnica jurídica, a operação de cisão de sociedades é idêntica às fusões. As cisões também servem como um dos principais meios jurídicos de concentração internacional de capital na UE. Tal como acontece com as fusões, a Diretiva previa dois tipos de cisões: por incorporação e por constituição de uma nova sociedade. De acordo com a Sexta Diretiva, no caso do primeiro tipo de cisão uma sociedade deixa de existir sem liquidação e transfere todos os seus ativos e passivos para várias outras sociedades em troca dos acionistas da sociedade cindida recebem ações das sociedades que a incorporam. Uma técnica semelhante e o princípio da sucessão universal são fornecidos para o segundo tipo de cisão. Somente neste caso, os ativos e passivos da empresa cindida são transferidos não para empresas existentes, mas para empresas recém-formadas.

O objetivo das Terceira e Sexta Diretivas foi principalmente garantir a proteção dos interesses patrimoniais de terceiros: credores da sociedade, titulares de seus títulos, e a importância das normas harmonizadas pelas estas Diretivas para a implementação da livre circulação das empresas e a concentração de capital no contexto da integração económica dos países da UE é difícil de sobrestimar.

A Terceira Diretiva juntamente com a Sexta Diretiva, regulavam respetivamente as fusões e as cisões de sociedades nacionais, sem afetar a fusão de sociedades de diferentes estados da UE. As fusões transfronteiriças de sociedades dos Estados-Membros, em maior medida do que as nacionais, estavam associadas a uma série de obstáculos jurídicos devido à necessidade de correlação e aplicação cumulativa de várias legislações. A questão da fusão de sociedades de diferentes Estados-Membros foi objecto da Diretiva 2005/56/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Outubro (a seguir designada Décima Diretiva).

A Décima Diretiva aplicou-se às fusões de sociedades de responsabilidade limitada por agrupamento de capitais constituídas ao abrigo da legislação de qualquer Estado-Membro e com sede estatutária, administração central ou estabelecimento principal na

União, se pelo menos duas delas estivessem sujeitas à leis de diferentes Estados-membros.

Nos termos da Décima Diretiva, os 27 Estados-Membros deviam permitir uma fusão transfronteiriça entre uma sociedade do respetivo Estado e outra sociedade de outro Estado-Membro se a legislação nacional dos Estados-Membros em causa permite fusões entre esses tipos de sociedades. Antes da entrada em vigor da Décima Diretiva, tais fusões na UE eram impossíveis devido à inexistência de regras relevantes na legislação dos Estados-Membros ou, inversamente, à existência de regras que impediam as fusões transnacionais. O resultado desta situação foi a necessidade forçada de as sociedades criarem empresas conjuntas para evitar esses obstáculos. A Décima Diretiva eliminou o procedimento complicado e torna esse desvio desnecessário.

A Décima Diretiva baseava-se em três princípios principais: disponibilidade de informação, igualdade e não intervenção, e deve concluir que incentivou diretamente as fusões e aquisições transfronteiriças. Com base na Terceira Diretiva, a Décima Diretiva forneceu regras especiais apenas quando necessário devido à natureza transfronteiriça das fusões, em todo o resto foi essencialmente copiando a Terceira Diretiva.

Entre diferenças técnicas mais significativas entre Terceira e Décima Diretivas foram seguintes:

- A Décima Diretiva definiu três tipos de fusões e não é dois: fusões por incorporação (quando uma sociedade adquire uma ou várias outras sociedades), fusões mediante constituição (quando duas ou mais sociedades formam uma nova sociedade para a qual transferem os seus ativos e passivos) e fusões por absorção (quando todos os ativos e passivos de uma empresa tiverem sido transferidos para outra que já detém os títulos da primeira empresa);
- A Décima Diretiva estabeleceu disposições que privilegiam as fusões transfronteiriças sobre as fusões nacionais. Por exemplo, uma fusão nacional podia ser declarada inválida por um tribunal ou órgão administrativo, e a reclamação correspondente pode ser intentada no prazo de seis meses a partir do momento em que a fusão entrou em vigor. Enquanto, a declaração de nulidade de uma fusão

transfronteiriça tornou-se proibida após a data em que a fusão passa a produzir efeitos.<sup>21</sup>

- para facilitar o processo de fiscalização a legalidade de uma fusão transfronteiriça esse processo foi dividido por duas etapas. Primeira etapa é que a legalidade de uma fusão deve ser verificada em cada um dos países da UE em causa. Verificação pode ser feita por um notário ou tribunal que, depois de apurar se tudo está em ordem, emite um certificado prévio à fusão. Segunda etapa é que depois de aprovação o projeto de fusão por partes das sociedades envolvidas, a autoridade competente do país onde será criada e registada a sociedade resultante deve verificar a legalidade da constituição dessa sociedade.

A Décima Diretiva estabeleceu as regras específicas à relação de participação dos trabalhadores que fazem parte do órgão de administração ou de fiscalização ou dos seus comités. Interessante notar que o projecto da Décima Diretiva foi elaborado há muito tempo, em 1985.<sup>22</sup> O obstáculo à aprovação desta proposta de Diretiva foi a questão da participação dos trabalhadores empregados nos órgãos de administração da empresa surgida na sequência da fusão. Esses requisitos adicionais para o procedimento de concentração transfronteiriça, que diferem significativamente da regulação processual para fusões em nível nacional, causaram muita controvérsia. Devido a discussões acaloradas, a presente Diretiva não foi adotada durante muito tempo. Só no outono de 2005 os países da UE conseguiram chegar a um compromisso e foi adotada a diretiva relativa às fusões transfronteiriças. A partir do momento a sociedade, que resultou de uma fusão transfronteiriça, foi sujeita às regras sobre a participação dos trabalhadores na gestão, que vigoram no Estado-Membro onde está estabelecido o domicílio desta sociedade.<sup>23</sup>

No entanto, ao contrário das Terceira e Sexta Diretivas, a finalidade principal da Décima Diretiva não foi apenas a proteção dos interesses patrimoniais de terceiros –

---

<sup>21</sup> *nº 8 do preâmbulo da Diretiva 2005/56/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Outubro.*

<sup>22</sup> *Proposal for a Tenth Directive of the Council based on Article 54 (3) (g) of the Treaty concerning cross-border mergers of public limited companies // COM/84/ 727FINAL-SYN 38; OJ C 023. 25.01.1985. P. 11*

<sup>23</sup> *Art. 16º da Directiva 2005/56/CE de 26 de Outubro.*

credores, titulares de títulos. Em primeiro lugar, a importância das normas harmonizadas pela Décima Diretiva sobre as fusões transfronteiriças foi incondicional para a reforma económica que visou aumentar a competitividade da Europa através da realização da liberdade de circulação das sociedades e da concentração de capitais no contexto da integração económica multinacional dos países da UE.

Terceira e Sexta Diretivas foram alteradas pela Diretiva 2007/63/CE de 13 de Novembro com a finalidade «da redução dos encargos administrativos impostos às empresas pela legislação vigente como um elemento crucial para melhorar a sua competitividade e alcançar os objectivos da Agenda de Lisboa.».<sup>24</sup> A mudança foi tornar facultativa a análise do projeto de fusão por peritos independentes e o relatório resultante dessa análise, caso todos os acionistas das sociedades participantes na fusão estejam de acordo com isso.

Mais tarde, a Terceira, a Sexta e a Décima Diretivas foram alteradas pela Diretiva 2009/109/CE de 16 de Setembro com a finalidade de reduzir os encargos administrativos das sociedades em 25 % até 2012, de forma a reforçar a competitividade das sociedades na Comunidade. As principais mudanças foram: tornar desnecessário a obrigação de elaborar um balanço contabilístico quando o emitente cujos valores mobiliários são admitidos à negociação num mercado regulamentado publicar relatórios financeiros semestrais; tornar desnecessário a aprovação da fusão pela assembleia-geral da sociedade incorporante, no caso de uma fusão mediante incorporação por uma sociedade que seja titular de 90 % ou mais (mas não da totalidade) das acções e dos outros títulos que confirmam direito de voto na assembleia-geral das sociedades incorporadas; sobre alteração dos requisitos de publicação dos projectos de fusão e/ou de cisão, bem como de outros documentos que devam ser colocados à disposição dos accionistas e dos credores e que podem ser apresentados nos sítios web das sociedades ou nos sítios web indicados pelos Estados-Membros;

Devido às alterações e necessidade de codificação, 1 de julho de 2011 entrou em vigor a Diretiva 2011/35/UE que veio substituir a Terceira Diretiva, que por sua vez,

---

<sup>24</sup> N.º 1 do preâmbulo da Diretiva 2007/63/CE de 13 de Novembro.

foi substituída pela Diretiva 2017/1132 de 14 de junho de 2017, que codificou também a Décima Diretiva.

A Diretiva 2017/1132 é relevante para muitos aspectos do direito das sociedades. Nesta Diretiva proclama consistentemente o princípio da liberdade da decisão dos sócios sobre a exigência uma análise do projeto por um perito independente, seja no caso de uma fusão interna ou transfronteiriça ou no caso de uma cisão. Como diz-se no preâmbulo da presente Diretiva:

«no quadro dessa coordenação, é particularmente importante assegurar aos acionistas das sociedades participantes na fusão uma informação adequada, e tanto quanto possível objetiva, e garantir uma proteção apropriada dos seus direitos. Contudo, não é necessário exigir uma análise do projeto de fusão por um perito independente para os acionistas se todos os acionistas concordarem em prescindir dessa análise»<sup>25</sup>

27 de novembro de 2019 foi adotada a Diretiva 2019/2121/UE que alterou a Diretiva 2017/1132 na parte respeitante às transformações, fusões e cisões transfronteiriças. As principais inovações da presente Diretiva consistem na:

- Introdução de um regime jurídico das transformações transfronteiriças;
- Regulação das transformações e das cisões transfronteiriças, uma vez que a Diretiva 2017/1132 estabelece as regras para as cisões das sociedades apenas a nível nacional;
- Introdução das disposições sobre da liberdade de estabelecimento ou o direito de uma sociedade constituída ao abrigo da legislação de um Estado-Membro se transformar em sociedade regida pelas leis de outro Estado-Membro;
- Introdução das disposições sobre da proteção aumentada dos trabalhadores, credores e sócios na realização de transformações, fusões e cisões transfronteiriças das sociedades.

Os Estados-Membros devem pôr em vigor as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente Diretiva até 31 de janeiro de 2023.

A questão da regulação da fusão e cisão de empresas está intimamente relacionada à questão da aquisição do controle de uma das sociedades em outras sociedades. Neste formato, a harmonização consistente das regras que regem a aquisição de uma

---

<sup>25</sup> N.º 50 do preâmbulo da Diretiva 2017/1132 de 14 de Junho

participação de controlo numa sociedade foi refletida no projeto de Décima Terceira Diretiva.<sup>26</sup> As tentativas para desenvolver a diretiva "Sobre ofertas públicas de aquisição" foram feitas desde 1974. Em 21 de abril de 2004, no âmbito da UE, foram concluídos os trabalhos de acordo sobre seu projeto, e em 1º de maio de 2004 a Diretiva 2004/25/CE entrou em vigor. Esta Diretiva rege as ofertas públicas de aquisição em sociedades cotadas dos Estados-Membros da UE (oferta pública de aquisição) cujas ações (total ou parcial) estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado de um ou mais países da UE.

A Diretiva aplica-se a ofertas voluntárias e obrigatórias de compra de valores mobiliários designados e estabelece que, se, como resultado da compra de tais valores, uma pessoa adquirir a maioria controladora de uma empresa, deverá fazer uma oferta a todos os acionistas da empresa comprar a totalidade de suas ações a preço justo (oferta obrigatória). Ao mesmo tempo, o conceito de "maioria controladora" deve ser considerado pela legislação nacional, assim como muitas outras questões, o que indica a natureza de enquadramento da Diretiva. A presente Diretiva baseia-se em três princípios fundamentais: disponibilidade de informação, igualdade e não intervenção. Com base nos princípios supracitados e declarando como uma prioridade a defesa dos interesses dos accionistas da sociedade visada em qualquer aquisição de sociedade aberta, a Diretiva incide na utilização de diversos mecanismos de proteção no decurso da aquisição de empresas através da oferta pública de aquisição (a seguir designada OPA).

Uma vez que a aquisição de um determinado montante de ações pode muitas vezes resultar uma mudança do proprietário de uma empresa, juntamente com a protecção dos direitos dos trabalhadores que potencialmente podem ser empregados nos órgãos de administração daquela empresa, é importante garantir a proteção dos direitos dos outros trabalhadores na alteração a propriedade de empresas, instituições ou partes das mesmas, conforme refletido nas disposições da Diretiva 2001/23/CE de 12 de março de 2001 "Sobre a aproximação das legislações dos Estados-Membros em matéria de

---

<sup>26</sup> *Proposta alterada de Décima Terceira Diretiva do Parlamento Europeu do Conselho em matéria de direito das sociedades relativa às ofertas públicas de aquisição. Jornal Oficial das Comunidades Europeias, 13.12.1997*

protecção dos direitos dos trabalhadores em caso de transmissão de empresas, estabelecimentos ou partes de uma empresa ou estabelecimento"). Assim, a Diretiva aplica-se a qualquer transferência para outra entidade patronal de uma empresa, estabelecimento ou parte de empresa ou estabelecimento, independentemente de a empresa ser pública ou privada e quer essa transferência o resultado de uma aquisição ou fusão. Nesse caso, a empresa (ou parte dela) deve estar localizado na UE. No entanto, as disposições da Diretiva não se aplicam aos casos de reorganização dos órgãos da administração pública e transferência dos navios (art. 1º). O termo "empresa" é interpretado de forma ampla: por empresa na Diretiva em consideração entende-se qualquer unidade económica que possa ser individualizada. No caso de transferência de empresa que resulta a mudança de empregador, a Diretiva prevê que os anteriores contratos individuais e coletivos de trabalho celebrados com o antigo empregador continuam a ser válidos. Como outras a Diretiva 2001/23/CE visa possibilitar a concentração de capital ao evitar incerteza no caso das relações laborais e eventuais obstáculos por parte dos trabalhadores.

#### **4.2 Concentração das empresas à luz das regras de concorrência na União**

Desde a criação da Comunidade Europeia, o problema de manter a concorrência ao nível adequado tem sido uma das principais tarefas económicas e institucionais e, ao mesmo tempo, uma dificuldade para a Comunidade. Alcançar os efeitos desejados do mercado comum exigia que os estados europeus integradores proclamassem o domínio de uma economia de mercado aberta e competitiva ao nível das relações públicas. Assim, o conceito foi tomado como base, excluindo a discriminação das liberdades económicas em nível estadual. A solução para o problema foi a implementação da política comum de concorrência da UE, que pode ser entendida como ações e planos acordados no nível da legislação que visam prevenir violações da concorrência no mercado comum. A política comum é um meio de regular os monopólios naturais e artificiais, e visa também corrigir as práticas empresariais que adquirem um carácter de cartel e características de concertação monopolista. A política abrange o controle de acordos de compartilhamento de mercado, fixação de preços, acordos de direitos exclusivos, de patentes, acordos de joint venture, acordos de marcas, contratos de

franquia e licenciamento. No entanto, é importante notar que os objetivos da política geral de concorrência não são apenas eliminar as ameaças ao livre mercado, mas também melhorar a produção ou distribuição de produtos; progresso técnico e económico; crescimento da eficiência económica; reforçar a competitividade dos produtos, serviços e empresas de UE. Uma vez que as fusões e aquisições são uma forma efetiva de aumentar a competitividade de uma empresa e, por consequência, a economia ao nível UE no contexto da globalização, a legislação de UE visa estabelecer tais regras que permitem aumentar a competitividade das empresas europeias e contribuir no desenvolvimento económico e técnico e ao mesmo tempo impedir tal crescimento que destruiria o bem público num sentido amplo.

Além de redução dos custos de transação na negociação de contratos bilaterais e de aumento na economia de escala, uma fusão ou aquisição resulta que a empresa adquire participação de mercado que impacta diretamente no poder de mercado da empresa. Aumento do poder de mercado de uma empresa pode levar à criação de estruturas de monopólio e oligopólio no mercado. Tais estruturas podem enfraquecer a concorrência no mercado, pois um único ou um pequeno grupo de pessoas obtém o poder de regular o mercado. Portanto, para impedir tal situação, a UE verifica as fusões e aquisições que se enquadram no âmbito da lei da UE.

A base do sistema do Direito da concorrência da UE foi lançada pelo Tratado que institui a Comunidade Económica Europeia de 25 de março de 1957 (atualmente artigos 81º e 82º do Tratado sobre o Funcionamento da UE). As principais disposições sobre concorrência na UE estão incluídas no art. 101º e 102º do mesmo. Com base nos artigos 83.º e 308.º, do Tratado que institui a Comunidade Europeia foram adotados os seguintes regulamentos relativos às concentrações de empresas:

Regulamento (CE) n.º 139/2004 do Conselho, de 20 de Janeiro, relativo ao controlo das concentrações de empresas («regulamento das concentrações comunitárias») e Regulamento (CE) n.º 802/2004 da Comissão de 7 de Abril de execução do Regulamento (CE) n.º 139/2004 do Conselho relativo ao controlo das concentrações de empresas.

À luz de Regulamento n.º 139/2004 concentração significa: fusão de duas ou mais empresas ou partes delas; aquisição, que resulta o controlo, partes de capital ou de

ativos por uma ou mais pessoas, que já detêm o controlo de pelo menos uma empresa; criação de uma empresa comum.

O presente Regulamento define os limiares e os critérios quando uma concentração tem a dimensão comunitária:

nº 2 Art. 1º

a) O volume de negócios total realizado à escala mundial pelo conjunto das empresas em causa for superior a 5000 milhões de euros; e

b) O volume de negócios total realizado individualmente na Comunidade por pelo menos duas das empresas em causa for superior a 250 milhões de euros, a menos que cada uma das empresas em causa realize mais de dois terços do seu volume de negócios total na Comunidade num único Estado-Membro.

nº 3 Art. 1º

a) O volume de negócios total realizado à escala mundial pelo conjunto das empresas em causa for superior a 2500 milhões de euros;

b) Em cada um de pelo menos três Estados-Membros, o volume de negócios total realizado pelo conjunto das empresas em causa for superior a 100 milhões de euros;

c) Em cada um de pelo menos três Estados-Membros considerados para efeitos do disposto na alínea b), o volume de negócios total realizado individualmente por pelo menos duas das empresas em causa for superior a 25 milhões de euros;

d) O volume de negócios total realizado individualmente na Comunidade por pelo menos duas das empresas em causa for superior a 100 milhões de euros, a menos que cada uma das empresas em causa realize mais de dois terços do seu volume de negócios total na Comunidade num único Estado-Membro.<sup>27</sup>

Nos casos previstas a cima a concentração deve estar sujeita de revisão da Comissão Europeia (a seguir designada Comissão). O presente Regulamento também prevê outros casos em que uma concentração pode ser examinada pela Comissão. Por norma, concentrações que não atingem os limiares de volume de negócios podem ser examinadas pelas autoridades dos Estados-Membros responsáveis pelo controlo das concentrações.

---

<sup>27</sup> Artº 1, nº 2, 3 do Regulamento (CE) n.º 139/2004 do Conselho, de 20 de Janeiro.

O processo começa com uma notificação à Comissão Europeia de uma fusão, aquisição ou outra concentração projectadas. Para reduzir o tempo e os custos dos procedimentos de controlo das concentrações foi instituído um regime segundo o qual as concentrações são apreciadas pela Comissão através de um único procedimento (princípio do «balcão único»). Por isso e como o Regulamento das concentrações comunitárias obriga a Comissão Europeia a tomar uma decisão dentro de um determinado prazo legal, é fundamental que as notificações contenham informações completas e exactas, incluindo os documentos exigidas, para efectuar a necessária investigação e para apreciar o impacto da concentração sobre os mercados em causa. Como regra a notificação deve conter informações sobre natureza da concentração, partes na concentração, as áreas de actividade das partes notificantes, os mercados em que a concentração produzirá um impacto e a justificação estratégica e económica para a concentração. A lista de informações a fornecer e outras questões processuais estão detalhadas no Regulamento (CE) n.º 802/2004 da comissão de 7 de Abril.

Ao examinar uma concentração em causa a Comissão se concentrará nas seguintes questões: «A posição que as empresas em causa ocupam no mercado e o seu poder económico e financeiro, as possibilidades de escolha de fornecedores e utilizadores, o seu acesso às fontes de abastecimento e aos mercados de escoamento, a existência, de direito ou de facto, de barreiras à entrada no mercado, a evolução da oferta e da procura dos produtos e serviços em questão, os interesses dos consumidores intermédios e finais, bem como a evolução do progresso técnico e económico, desde que tal evolução seja vantajosa para os consumidores e não constitua um obstáculo à concorrência.»<sup>28</sup>

Para esse objetivo a notificação deve contém entre outras, seguintes informações:

- relativos à concentração tais, como: sectores económicos envolvidos na concentração, o valor da transacção que pode ser o preço de compra ou o valor de todos os activos envolvidos, apoio financeiro ou de outro tipo e a natureza e o montante desse apoio; volume de negócios realizado a nível mundial, na Comunidade, na EFTA, em cada Estado-Membro, consoante o caso; justificação económica para a concentração.

---

<sup>28</sup> Art.º 2, n.º 1, b) do Regulamento (CE) n.º 139/2004 do Conselho, de 20 de Janeiro.

- relativos à controlo tais, como: todas as empresas ou pessoas que controlam, directa ou indirectamente, partes de concentração; todas as empresas com actividades em qualquer mercado afectado que são controladas, directa ou indirectamente, por partes de concentração; natureza e os meios de controlo; relativamente a cada empresa, dos membros dos seus órgãos de gestão ou de fiscalização que sejam igualmente membros dos órgãos de gestão ou dos órgãos de fiscalização de quaisquer outras empresas com actividades em mercados afectados; as aquisições efectuadas durante os últimos três anos pelos grupos mencionadas de empresas com actividades nos mercados afectados.

- relativos à mercado, tais como: análises ou estudos que contêm avaliação da concentração relativamente às quotas de mercado, estimativa do Herfindahl-Hirschman index (HHI) antes e após a concentração e a diferença entre os dois; às condições de concorrência, às probabilidades de crescimento ou expansão para outros mercados do produto ou geográficos e outras condições de mercado.

Os mercados afectados significam mercados no território do EEE, na Comunidade, no território dos Estados-Membros ou da EFTA onde duas ou mais partes na concentração atuam no mesmo mercado do produto e provável concentração leva a uma quota conjunta de 15 % ou mais (relações horizontais). Ou quando partes na concentração atuam num mercado do produto que é um mercado a montante ou a jusante do mercado do produto em causa e provável concentração leva a uma quota de mercado conjunta 25 % ou mais (relações verticais).

Para estimar HHI é necessário definir as empresas que atuam no mercado em causa e detenham uma quota 5% e mais de mercado. HHI é igual uma soma dos quadrados das quotas de mercado das empresas.  $HHI =$

$$(S_a) \times (S_a) + (S_b) \times (S_b) + (S_c) \times (S_c) + \dots + (S_n) \times (S_n)$$

onde  $S_a$  é quota do mercado da empresa «a»,  $S_b$  é quota de mercado da empresa «b» e por seguinte. Se usar números inteiros, o valor de HHI ficará entre 1 e 10.000. Se houver apenas uma empresa

monopolista no mercado, o valor do índice será 10.000. É costume considerar que um índice menor que 1.000 indica boa concorrência. Se o valor de HHI encontra-se entre 1000 e 18000 houver concorrência moderada. Um valor acima de 1800 indica um alto

grau de concentração das empresas. O índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) é uma medida de concentração econômica amplamente utilizada.

Depois de Comissão analisar a notificação ela pode concluir que a concentração: é compatível com o mercado comum ou seja não impede a concorrência, não compatível ou existem dúvidas à relação de compatibilidade dela com o mercado comum.

No caso de existência dúvidas à relação de compatibilidade de concentração em causa com o mercado comum, as partes de concentração podem proceder alterações apropriadas que eliminam tais dúvidas, depois de quias a Comissão declarará a concentração compatível com o mercado comum. Apesar disso a Comissão pode condicionar a sua decisão de obrigações visa a garantir que as empresas em causa cumprem os compromissos para fazer a concentração compatível com o mercado comum.

É importante notar que o foco da Comissão não é apenas as concentrações das empresas em si, como ocorre principalmente na prática dos Estados Unidos, mas também os interesses de outras partes envolvidas, como distribuidores, fornecedores, compradores intermédios e finais de produtos e serviços. Muitas vezes as concentrações das empresas levam ao aumento do poder de mercado que pode resultar, por exemplo, um poder desigual entre a empresa e os seus distribuidores. Assim, através desigualdade entre empresa e distribuidores acontecem as práticas de exclusão. Isto pode se manifestar no caso da obrigação de compra de unidade mínima: uma empresa grande pode distribuir o risco para os seus distribuidores, então, são eles que suportam o risco de negócio. Da mesma forma, os abusos podem estar relacionados aos preços cobrados injustamente pelos quais empresa que tem grande poder de mercado compra matérias-primas dos seus fornecedores ou vende os seus bens e serviços a compradores intermediários ou finais.

Outra preocupação da política relativa às concentrações é eficiência económica que, se simplificar, significa que ganhas superam as perdas, especialmente ganhas para os consumidores. Por exemplo se uma parte afetada pela concentração perde 80, mas outra ganha 100, isto significa que tal concentração pode melhorar eficiência económica, na medida que beneficiários ganham mais do que perde a parte contrária. Como se diz no preâmbulo de Regulamento n.º 139/2004:

«Por forma a determinar os efeitos de uma concentração na concorrência no mercado comum é adequado tomar em consideração as alegações de eventuais e fundamentados ganhos de eficiência apresentadas pelas empresas em causa. É possível que os ganhos de eficiência resultantes da concentração compensem os efeitos sobre a concorrência e, em especial, o potencial efeito negativo sobre os consumidores que poderia de outra forma ter e que, por conseguinte, a concentração não entrave significativamente a concorrência efectiva, no mercado comum ou numa parte substancial deste, em particular em resultado da criação ou do reforço de uma posição dominante.»<sup>29</sup>

Além de eficiência económica outros motivos a favor de uma concentração mesmo que esta pode alterar a concorrência num mercado em causa (menos que concentração não entrave significativamente a concorrência efectiva) são progresso técnico e económico e a aumento a competitividade das empresas europeias.

Como se diz no preâmbulo de Regulamento n. o 139/2004:

«(3) A realização do mercado interno e da união económica e monetária, o alargamento da União Europeia e a redução das barreiras internacionais ao comércio e ao investimento continuarão a conduzir a importantes reestruturações das empresas, nomeadamente sob a forma de concentrações.

(4) Tais reestruturações deverão ser apreciadas de modo positivo, na medida em que correspondam às exigências de uma concorrência dinâmica que contribui para aumentar a competitividade da indústria europeia, para melhorar as condições do crescimento e para elevar o nível de vida na Comunidade.»<sup>30</sup>

### **4.3 Direito português em matéria de fusão e aquisição**

Os diplomas principais que regulam fusões e aquisições em Portugal relativos à sua realização são: o Código das Sociedades Comerciais adotado pelo Decreto-Lei n.º 262/86 de 02 de Setembro; o Código dos Valores Mobiliários adotado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro; o Código Civil adotado pelo Decreto-Lei n.º 47344/66, de 25 de Novembro.

---

<sup>29</sup> N.º 29 do preâmbulo do Regulamento (CE) n.º 139/2004 do Conselho, de 20 de Janeiro.

<sup>30</sup> N.º N.º 3, 4 do preâmbulo do Regulamento (CE) n.º 139/2004 do Conselho, de 20 de Janeiro.

Em Portugal regulação de fusões e aquisições tem uma história que começou com Código Comercial de Veiga Beirão de 1888, mesmo que operações afins tenham sido realizadas antes do mesmo. Por exemplo, a conhecida fusão em 1846 da Companhia Confiança Nacional (uma sociedade de investimento especializada no financiamento da dívida pública) e do Banco de Lisboa (um banco comercial) que deu origem ao Banco de Portugal.

Depois de Código Comercial de 1888 foram adoptadas algumas leis que contenham disposições sobre a fusão mas o diploma mais significativo foi Decreto-Lei n.º 598/73, de 8 de Novembro. Naquela altura Portugal ainda não fazia parte de UE mas implementou várias disposições que foram as partes do projeto da futura Terceira Diretiva mesmo que mais tarde o projeto sofreu algumas alterações.

Posteriormente o desenvolvimento de mecanismos jurídicos apropriados foi associado principalmente com as alterações de Direito eurocomunitário e evolução tecnológica.

Na opinião de RUI PINTO DUARTE os principais fatores dessas mudanças foram:

- As alterações do direito comunitário;
- A evolução tecnológica, nomeadamente a substituição do papel pelo digital;
- A tendência geral para a «dessolenização» e para a aceleração dos procedimentos;
- (Em medida menos relevante) A tendência para a «desjudicialização».<sup>31</sup>

Como diz-se no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março:

«Em 4.º lugar, modifica-se substancialmente o regime da fusão e cisão de sociedades, tornando-o muito mais simples e barato. Com as novas regras contidas neste decreto-lei, bastarão dois registos na conservatória e três publicações num sítio na Internet, a efectuar por via electrónica, para concretizar uma fusão ou cisão. Antes de o XVII Governo Constitucional começar a actuar neste domínio, eram necessários três actos de registo nas conservatórias, cinco publicações em papel na 3.ª série do Diário da República, uma escritura pública a celebrar no notário e duas publicações em jornais locais para efectuar uma fusão ou cisão.»

---

<sup>31</sup> Duarte, Rui Pinto. *Evolução do direito comercial português em matéria de fusão de sociedades. Direito das Sociedades em Revista. Almedina, 2018, p. 35*

Disposições sobre fusões das sociedades são previstas nos Artigos 97º - 117º L do Código das Sociedades Comerciais (a seguir designado CSC). Esses artigos adquiriram a sua edição atual após uma série de alterações. Alterações mais significativas na lei portuguesa à relação das fusões ocorreram entre 2005 e 2011 por via:

- O Decreto-Lei 111/2005, de 8 de Julho de 2005
- O Decreto-Lei 76-A/2006, de 29 de Março
- O Decreto-Lei 8/2007, de 17 de Janeiro
- A Lei 19/2009, de 12 de Maio
- O Decreto-Lei 185/2009, de 12 de Agosto
- O Decreto/Lei 53/2011, de 13 de Abril

Entre outras, foram ocorridas alterações às disposições sobre publicações obrigatórias, que passaram ser feitas via Internet; sobre a eliminação da escritura pública obrigatória (exceção dos casos de transmissão de bens para quais a forma escrita continua a ser exigida); sobre detalhes do projeto de fusão; sobre a possibilidade de dispensa do exame do projeto por revisor oficial de contas se todos os sócios das sociedades envolvidas na fusão concordarem; sobre responsabilidade de membros dos órgãos de administração e fiscalização no caso danos causados pela fusão; sobre a supressão do direito de exoneração no caso de fusão das sociedades de tipos diferentes (fusões heterogêneas); sobre fusões de sociedades pertencentes a outras.

No Direito português tanto como nas regras eurocomunitárias sobre F&A a peça central e o primeiro passo de processo é o projeto de fusão. Está garantido disponibilidade de consultar toda a informação sobre a fusão, a deliberação sobre a fusão está na mãos dos acionistas, os direitos de minoritários defendem-se via compra das ações deles, os credores podem opor-se a fusão.

Os artigos 117ºA – 117º L do CSC são dedicados às fusões transfronteiriças. Os pontos distintivos em relação às fusões transfronteiriças por comparação com internas são: aumento das medidas para proteger os interesses dos trabalhadores; exigência da emissão de um certificado prévio que prove a verificação do cumprimento das formalidades à fusão, e a fusão não pode ser declarada nula depois do registo.

Em relação às aquisições realizadas por via de aquisição dos ativos ou das ações e outros títulos já foi mencionado acima que aquisição das participações assumiu o papel mais relevante. Portugal implementou na sua legislação a Directiva 2004/25/CE. Vale relembrar que as disposições da Directiva n.º 2004/25/CE não são obrigatórias, permitindo aos Estados-Membros a nível nacional optar por não utilizar um ou outro mecanismo proposto pela Directiva. Uma exceção é a capacidade de uma sociedade nacional aplicar as disposições da Directiva de forma voluntária se a assembleia geral de acionistas aprovar essas regras. As normas que regulam ofertas públicas de aquisição estão previstas nos artigos 173º-197º de Título III «Ofertas públicas» do Código dos Valores Mobiliários (a seguir designado CVM). Como um dos objetivos principais da Directiva n.º 2004/25/CE foi a eliminação dos obstáculos previstos pelas legislações societárias nacionais no domínio das fusões e aquisições será interessante verificar dois momentos principais na oposição possível da fusões por parte dos órgãos de administração da sociedade visada previstas no CVM. O primeiro ponto é limitar as acções dos órgãos de administração da empresa em relação ao impedir a aquisição. A principal essência da regra é que, depois do anúncio da oferta pública de aquisição, o órgão de administração da sociedade visada deve solicitar à assembleia geral de acionistas e obter permissão para realizar medidas *anti-takeover*, este órgão de administração deve concordar qualquer mecanismo com um objetivo impedir a aquisição. A introdução desta regra reforça o papel dos acionistas e permite que os acionistas da sociedade visada decidam de forma independente sobre o "destino" da empresa, limitem as acções do órgão de administração que nem sempre atuam exclusivamente no interesse da sociedade. Na tabela abaixo encontram-se comparados artigo 9º da Directiva n.º 2004/25/CE e artigo 182º do CVM.

*Tabela 4.3-1 Comparação dos artigos: 9º da Directiva n.º 2004/25/CE e 182º do CVM.*

Diretiva n.º 2004/25/CE	CVM
Artigo 9º Deveres do órgão de administração da sociedade visada	Artigo 182.º Limitação dos poderes da sociedade visada

<p>1. Os Estados-Membros asseguram o cumprimento das regras previstas nos n.ºs 2 a 5.</p> <p>2. No período referido no segundo parágrafo, o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia-geral de accionistas para o efeito antes de empreender qualquer acção susceptível de conduzir à frustração da oferta, exceptuando a procura de outras ofertas e, nomeadamente, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários susceptível de impedir de forma duradoura que o oferente assuma o controlo da sociedade visada.</p> <p>Esta autorização é obrigatória, pelo menos a partir do momento em que o órgão de administração da sociedade visada recebe as informações referidas no primeiro período do n.º 1 do artigo 6.º e enquanto o resultado da oferta não for tornado público ou a oferta não terminar. Os Estados-Membros podem impor a antecipação do momento a partir do qual esta autorização deva ser obtida, por exemplo, logo que o órgão de administração da sociedade visada tomar conhecimento da iminência da oferta.</p> <p>3. No que respeita às decisões que devam ser tomadas antes do início do período previsto no segundo parágrafo do n.º 2 e que não tenham sido ainda parcial ou totalmente aplicadas, a assembleia-geral de accionistas deve aprovar ou confirmar qualquer decisão que não se insira no quadro normal das actividades da sociedade e cuja aplicação seja susceptível de conduzir à frustração da oferta.</p> <p>4. Para efeitos de obtenção da autorização prévia, da aprovação ou da confirmação pelos titulares de valores mobiliários, a que se referem os n.ºs 2 e 3,</p>	<p>1 - A partir do momento em que tome conhecimento da decisão de lançamento de oferta pública de aquisição que incida sobre mais de um terço dos valores mobiliários da respetiva categoria e até ao apuramento do resultado ou até à cessação, em momento anterior, do respetivo processo, o órgão de administração da sociedade visada não pode praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente.</p> <p>2 - Para efeitos do número anterior:</p> <p>a) Equipara-se ao conhecimento do lançamento da oferta a receção pela sociedade visada do anúncio preliminar;</p> <p>b) Consideram-se alterações relevantes da situação patrimonial da sociedade visada, nomeadamente, a emissão de ações ou de outros valores mobiliários que confirmem direito à sua subscrição ou aquisição e a celebração de contratos que visem a alienação de parcelas importantes do ativo social;</p> <p>c) A limitação estende-se aos atos de execução de decisões tomadas antes do período ali referido e que ainda não tenham sido parcial ou totalmente executados.</p> <p>3 - Excetuam-se do disposto nos números anteriores:</p> <p>a) Os atos que resultem do cumprimento de obrigações assumidas antes do conhecimento do lançamento da oferta;</p> <p>b) Os atos autorizados por força de assembleia geral convocada exclusivamente para o efeito durante o período mencionado no n.º 1;</p> <p>c) Os atos destinados à procura de oferentes concorrentes.</p>
---	---

<p>os Estados-Membros podem estabelecer regras que permitam a convocação de uma assembleia-geral de accionistas a curto prazo, na condição de esta assembleia não ocorrer num prazo inferior a duas semanas a contar da data da sua convocação.</p> <p>5. O órgão de administração da sociedade visada deve elaborar e tornar público um documento de que conste o seu parecer fundamentado sobre a oferta, nomeadamente quanto às repercussões da aplicação da oferta sobre os interesses da sociedade no seu conjunto, incluindo o emprego, e quanto aos planos estratégicos do oferente para a sociedade visada e as suas eventuais repercussões a nível do emprego e dos locais em que a sociedade exerça actividade enunciados no documento de oferta, em conformidade com a alínea i) do n.º 3 do artigo 6.º O órgão de administração da sociedade visada deve apresentar simultaneamente este parecer aos representantes dos trabalhadores da sociedade ou, na sua falta, aos próprios trabalhadores. Se o órgão de administração da sociedade visada receber em tempo oportuno um parecer distinto dos representantes dos trabalhadores quanto às repercussões a nível do emprego, este será apenso ao referido documento.</p> <p>6. Para os efeitos do n.º 2, sempre que a administração da sociedade obedeça a uma estrutura dualista, entende-se por órgão de administração o conselho de administração e a direcção da sociedade.</p>	<p>4 - Durante o período referido no n.º 1:</p> <p>a) A antecedência do prazo de divulgação de convocatória de assembleia geral é reduzida para 15 dias;</p> <p>b) As deliberações da assembleia geral prevista na alínea b) do número anterior, bem como as relativas à distribuição antecipada de dividendos e de outros rendimentos, apenas podem ser tomadas pela maioria exigida para a alteração dos estatutos.</p> <p>5 - O oferente é responsável pelos danos causados por decisão de lançamento de oferta pública de aquisição tomada com o objetivo principal de colocar a sociedade visada na situação prevista neste artigo.</p> <p><b>6 - O regime previsto neste artigo não é aplicável a ofertas públicas de aquisição dirigidas por pessoas que não estejam sujeitas às mesmas regras ou que sejam dominadas por pessoa que não esteja sujeita às mesmas regras.</b></p> <p>7 - Nas sociedades que adotem o modelo referido na alínea c) do n.º 1 do artigo 278.º do Código das Sociedades Comerciais, os n.ºs 1 a 6 aplicam-se, com as necessárias adaptações, ao conselho de administração executivo e ao conselho geral e de supervisão.</p>
---	---

De acordo com o artigo 182º do CVM órgão de administração da sociedade visada pode impedir a aquisição sem aprovação prévia dos acionistas no caso previsto no n.º 6 do artigo, mesmo que a aquisição pode ser benéfico para a empresa ou para os acionistas.

Outro ponto que permite impedir uma aquisição consiste no que é, nos estatutos da sociedade visada podem ser previstas as restrições à transmissão de valores mobiliários, restrições em matéria do direito de voto, impossibilidade da alteração da composição do órgão de administração, etc.

De acordo com artigo 11º da Diretiva n.º 2004/25/CE no caso de anúncio da oferta pública de aquisição, estas regras deixam de ser aplicadas. Uma pessoa ou grupo de pessoas que tornarem-se titulares de uma participação de controle de pelo menos 75%, têm o direito de alterar o estatutos da sociedade visada, bem como destituir ou nomear membros do órgão de administração. Esta regra simplifica muito o procedimento de aquisição de sociedades.

As disposições de artigo 11º mencionado podem ser ou não ser aplicadas por parte das sociedades sujeitas a lei pessoal portuguesa.

Na tabela abaixo encontram-se comparados artigo 11º da Diretiva n.º 2004/25/CE e artigo 182º-A do CVM.

*Tabela 4.3-2 Comparação dos artigos: 11º da Diretiva n.º 2004/25/CE e 182º-A do CVM*

Diretiva n.º 2004/25/CE	CVM
Artigo 11º Não oponibilidade das restrições em matéria de transmissão de valores mobiliários e direito de voto	Artigo 182º-A Suspensão <b>voluntária</b> de eficácia de restrições transmissivas e de direito de voto
1. Sem prejuízo dos demais direitos e obrigações estabelecidos pelo direito comunitário para as sociedades a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º, os Estados-Membros asseguram que o disposto nos n.ºs 2 a 7 seja aplicável aquando do anúncio público de uma oferta. 2. As restrições à transmissão de valores mobiliários previstas nos estatutos da sociedade visada não são aplicáveis ao oferente durante o período de aceitação da oferta previsto no n.º 1 do artigo 7.º As restrições à transmissão de valores mobiliários previstas em contratos entre a sociedade visada e os titulares de	1 - As sociedades sujeitas a lei pessoal portuguesa <b>podem prever</b> estatutariamente que: a) As restrições, previstas nos estatutos ou em acordos parassociais, referentes à transmissão de ações ou de outros valores mobiliários que deem direito à sua aquisição ficam suspensas, não produzindo efeitos em relação à transmissão decorrente da aceitação da oferta; b) As restrições, previstas nos estatutos ou em acordos parassociais, referentes ao exercício do direito de voto ficam suspensas, não produzindo efeitos na assembleia geral convocada nos termos

<p>valores mobiliários desta sociedade ou em contratos entre estes últimos celebrados após a aprovação da presente directiva não são aplicáveis ao oferente durante o prazo de aceitação da oferta previsto no n.º 1 do artigo 7.º</p> <p>3. As restrições em matéria de direito de voto previstas nos estatutos da sociedade visada ficam sem efeito na assembleia-geral de accionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9.º</p> <p>As restrições em matéria de direito de voto previstas em contratos entre a sociedade visada e os titulares de valores mobiliários desta sociedade ou em contratos entre estes últimos celebrados após a aprovação da presente directiva ficam sem efeito na assembleia-geral de accionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9.º</p> <p>Os valores mobiliários com voto plural têm um único voto na assembleia-geral de accionistas que decidir sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9.º</p> <p>4. Quando, na sequência de uma oferta, o oferente detiver pelo menos 75 % do capital com direito de voto, não são aplicáveis as restrições à transmissão de valores mobiliários e ao direito de voto referidas nos n.ºs 2 e 3 nem os direitos especiais de accionistas no que diz respeito à nomeação ou destituição de membros do órgão de administração previstos nos estatutos da sociedade visada; os valores mobiliários com voto plural têm um único voto na primeira assembleia-geral de accionistas subsequente ao encerramento da oferta convocada pelo oferente a fim de alterar os estatutos da sociedade ou de destituir ou nomear membros do órgão de administração.</p>	<p>da alínea b) do n.º 3 do artigo anterior;</p> <p>c) Quando, na sequência de oferta pública de aquisição, seja atingido pelo menos 75 /prct. do capital social com direito de voto, ao oferente não são aplicáveis as restrições relativas à transmissão e ao direito de voto referidas nas anteriores alíneas, nem podem ser exercidos direitos especiais de designação ou de destituição de membros do órgão de administração da sociedade visada.</p> <p>2 - Os estatutos das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado sujeitas a lei pessoal portuguesa que não exerçam integralmente a opção mencionada no número anterior não podem fazer depender a alteração ou a eliminação das restrições referentes à transmissão ou ao exercício do direito de voto de quórum deliberativo mais agravado do que o respeitante a 75 /prct. dos votos emitidos.</p> <p><b>3 - Os estatutos das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado sujeitas a lei pessoal portuguesa que exerçam a opção mencionada no n.º 1 podem prever que o regime previsto não seja aplicável a ofertas públicas de aquisição dirigidas por pessoas que não estejam sujeitas às mesmas regras ou que sejam dominadas por pessoa que não esteja sujeita às mesmas regras.</b></p> <p>4 - O oferente é responsável pelos danos causados pela suspensão de eficácia de acordos parassociais integralmente divulgados até à data da publicação do anúncio preliminar.</p> <p><b>5 - O oferente não é responsável pelos danos causados aos acionistas que tenham votado favoravelmente as alterações estatutárias para efeitos do n.º 1 e as pessoas que com eles se encontrem em alguma das relações previstas no artigo 20.º</b></p>
--	---

<p>Para o efeito, o oferente deve dispor do direito de convocar uma assembleia-geral de accionistas a curto prazo, na condição de esta assembleia não ocorrer num prazo inferior a duas semanas após a sua convocação.</p> <p>5. Sempre que sejam suprimidos direitos nos termos do n.ºs 2, 3 ou 4 e/ou do artigo 12.º, deve prever-se uma indemnização equitativa pelos eventuais prejuízos suportados pelos titulares destes direitos. As condições para a determinação da indemnização e as modalidades do respectivo pagamento são fixadas pelos Estados-Membros.</p> <p>6. O disposto nos n.ºs 3 e 4 não é aplicável aos valores mobiliários caso as restrições ao direito de voto sejam acompanhadas de vantagens pecuniárias específicas.</p> <p>7. O presente artigo não se aplica no caso de os Estados-Membros serem titulares de valores mobiliários na sociedade visada que lhes confirmam direitos especiais que sejam compatíveis com o Tratado, no caso de direitos especiais previstos na lei nacional que sejam compatíveis com o Tratado, nem no caso de empresas cooperativas.</p>	<p><b>6 - A aprovação de alterações estatutárias para efeitos do disposto no n.º 1 por sociedades sujeitas a lei pessoal portuguesa e por sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado nacional situado ou a funcionar em Portugal é divulgada à CMVM e, nos termos da legislação da União Europeia relativa ao abuso de mercado, ao público.</b></p> <p><b>7 - As cláusulas estatutárias referentes à suspensão de eficácia das restrições relativas à transmissão e ao direito de voto referidas no n.º 1 apenas podem vigorar por um prazo máximo de 18 meses, sendo renováveis através de nova deliberação da assembleia geral, aprovada nos termos legalmente previstos para a alteração dos estatutos.</b></p> <p>8 - O disposto no presente artigo não se aplica no caso de um Estado membro ser titular de valores mobiliários da sociedade visada que lhe confira direitos especiais.</p>
---	---

Vale dizer que não só Portugal mas muitos Estados-Membros não compartilham a posição da Comissão, uma vez que a maioria dos estados nacionais recusou-se a implementar regra referida na legislação nacional. Isto pode ser motivado pelo desejo de proteger-se das aquisições chamadas hostis.

#### **4.4 Regulação das concentrações de sociedades em Portugal**

No que respeita ao impacto na concorrência da regulação das F&A, é interessante notar que durante o período de 1931 a 1980 em Portugal (como nos outros estados nos períodos diferentes) a preocupação central foi a chamada concorrência destrutiva (ou, em outras palavras, concorrência excessiva). A concorrência destrutiva foi entendida como excesso de concorrência, ou seja, número das empresas existentes ser superior

ao número necessário. Por isso existia uma abordagem no âmbito de concorrência que promova agrupamento das empresas e até a cooperação entre elas relativo as concertações sobre o preço, entre outras. Vários países como, por exemplo, Japão e Coreia do Sul na aplicação da lei de concorrência, incentivaram criação das cartéis de exportação, para concorrer com empresas externas. Portugal tinha prática igual para indústria do papel, conservas e cortiça.

Mais tarde, a partir da década de 1980, quando Portugal começou integrar o Direito eurocomunitário surgiu outra ideia, nomeadamente, que um dos principais problemas do oligopólios é a possibilidade de coligação. A ideia de concorrência destrutiva (excessiva) deixou de existir.

Hoje em dia, a Lei n.º 19/2012, de 08 de Maio (Nova Lei da Concorrência) que regula as relações jurídicas na área de concorrência é uma das reformas que tem como objetivo aumentar a competitividade da economia de comunidade de acordo com o Memorando de Entendimento, celebrado entre o Governo Português, a Comissão Europeia, o Banco Central Europeu e o Fundo Monetário Internacional.<sup>32</sup> Tal Memorando de Entendimento previu a introdução de medidas para melhorar a velocidade e a eficácia da aplicação das regras da concorrência, em particular:

- Um tribunal especializado no contexto das reformas do sistema judicial;
- A revisão do direito da concorrência, tornando-o o mais autónomo possível do Direito Administrativo e do Direito Processual Penal e mais harmonizado com o quadro jurídico da concorrência da União Europeia, nomeadamente:
  - (i) simplificando a lei, separando claramente as regras sobre procedimentos de aplicação da concorrência das regras sobre procedimentos penais com vista a assegurar a aplicação efectiva do direito da concorrência;
  - (ii) racionalizar as condições que determinam a abertura de investigações, permitindo que a autoridade concorrencial avalie a pertinência das reclamações;
  - (iii) estabelecer os procedimentos necessários para um maior alinhamento entre a legislação portuguesa em matéria de controlo das concentrações e o Regulamento das

---

<sup>32</sup> *Portugal: Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality. May 17, 2011.*

concentrações da UE, nomeadamente no que diz respeito aos critérios de obrigatoriedade da *ex ante* notificação de

(iii) garantir mais clareza e segurança jurídica na aplicação do Direito Processual Administrativo no controle de atos de concentração;

(iiii) avaliar o processo de apelação e ajustá-lo quando necessário para aumentar a justiça e a eficiência em termos de devido processo e pontualidade dos procedimentos.<sup>33</sup>

O controlo de F&A é um dos três domínios fundamentais das leis da concorrência de qualquer país desenvolvido. Ao contrário dos outros dois que são a oposição aos cartéis e aos abusos de posição dominante em que a actuação é *ex-post*, no caso das concentrações autoridades actuam *ex-ante*. Por isso as operações de concentração devem ser notificadas à Autoridade da Concorrência depois do conclusão do acordo e antes de realizadas, por exemplo, depois da data da divulgação do anúncio preliminar da oferta pública de aquisição. De acordo com a Lei n.º 19/2012:

«1 - As operações de concentração de empresas estão sujeitas a notificação prévia quando preencham uma das seguintes condições:

a) Em consequência da sua realização se adquira, crie ou reforce uma quota igual ou superior a 50 % no mercado nacional de determinado bem ou serviço, ou numa parte substancial deste;

b) Em consequência da sua realização se adquira, crie ou reforce uma quota igual ou superior a 30 % e inferior a 50 % no mercado nacional de determinado bem ou serviço, ou numa parte substancial deste, desde que o volume de negócios realizado individualmente em Portugal, no último exercício, por pelo menos duas das empresas que participam na operação de concentração seja superior a cinco milhões de euros, líquidos dos impostos com estes diretamente relacionados;

c) O conjunto das empresas que participam na concentração tenha realizado em Portugal, no último exercício, um volume de negócios superior a 100 milhões de euros, líquidos dos impostos com este diretamente relacionados, desde que o volume de

---

<sup>33</sup> Portugal: Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality. May 17, 2011.

negócios realizado individualmente em Portugal por pelo menos duas dessas empresas seja superior a cinco milhões de euros.»<sup>34</sup>

A presente Lei define concentração como: «uma mudança duradoura de controlo sobre a totalidade ou parte de uma ou mais empresas». Mudança de controlo pode decorrer de uma fusão, aquisição, criação de *holding* ou uma empresa comum e cada vez quando são atingidos seguintes condições: a aquisição da totalidade ou parte do capital social e/ou totalidade ou parte dos ativos de uma empresa e/ou a aquisição de direitos que permitem determinar as decisões dos órgãos de uma empresa.

Disposições sobre operações de concentração de empresas são previstas nos Artigos 36º - 59º da Nova Lei da Concorrência. De acordo com a presente Lei, o papel central na apreciação de F&A e do seu impacto na livre concorrência é atribuído à Autoridade da Concorrência. Este órgão tem amplos poderes que lhe permitem não só apreciar F&A mas também apurar infrações ao direito da concorrência, impor sanções, exigir a divisão de sociedades ou a assunção de obrigações adicionais por elas para manter uma concorrência no mercado. Este órgão consulta, se necessário, órgãos setoriais que também estão envolvidos na regulação dos mercados, que em Portugal, são as seguintes organizações: Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos, Entidade Reguladora dos Serviços de Água e Resíduos, Autoridade Nacional de Comunicações, Entidade Reguladora da Saúde, Autoridade Nacional da Aviação Civil, Autoridade da Mobilidade e dos Transportes, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundo de Pensões, O Banco de Portugal, entre outras.

Entretanto, alguns autores notam os desequilíbrios entre a posição da Autoridade da Concorrência e das empresas em termos de igualdade de armas e de lealdade processual, devido á desproporcional restrição dos direitos e garantias processuais das empresas.<sup>35</sup>

## **5. Os indicadores económicos na área de F&A**

---

<sup>34</sup> Art.º 37 da Lei n.º 19/2012, de 08 de Maio.

<sup>35</sup> Saavedra, Alberto. Anastácio, Gonçalo. *A nova Lei da concorrência portuguesa – Notas Preliminares. Revista da Ordem dos Advogados, Ano 73, I Janeiro-Março. 2013, p. 329*

Na Europa continental, a atividade de F&A era muito menor do que nos EUA até a década de 1990. Além disso, aquisições hostis eram extremamente raras. Essa diferença é facilmente explicada pela estrutura de controlo societário diferente. Nos anos seguintes, a diversidade de estruturas de controlo societário nacional diminuiu e a atividade de F&A aumentou. Em muitos países da Europa, as ligações entre os bancos e as empresas no tocante a participações cruzadas também diminuíram e as mudanças legislativas facilitaram F&A ao liberalizar trocas de ações, cisões e a criação de *holdings*. Não muito, mas o número de tentativas hostis de aquisição aumentou. A aquisição hostil da Mannesmann pela Vodafone em 1999 representa um momento simbólico nessa direção.

Ao publicar em 1999 Relatório de Investimento Mundial (World Investment Report ou WRR'99) a UNCTAD mostrou que, apesar dos crescentes fluxos de IDE para os países em desenvolvimento, o foco predominante das TNCs está nos países da Tríade da América do Norte, Europa Ocidental e Japão. Não apenas o número de F&A estava a multiplicar, mas o tamanho dos negócios individuais também estava a marcar os novos recordes. Em 1998, por exemplo, houve a aquisição da Amoco pela BP por US\$ 55 bilhões e a aquisição da Chrysler pela Daimler-Benz por US\$ 44,5 bilhões. O WIR'99 diz que a força motriz por trás do grande salto na atividade de F&A era «a liberalização e a globalização e as necessidades e condições especiais de determinadas indústrias, levando a uma consolidação em escala global, especialmente nos países desenvolvidos». O valor das F&A transnacionais concluídas em 2000 no mundo cresceu quase 50% para US\$ 1,1 trilhão, segundo estatísticas compiladas pela UNCTAD. F&A transnacionais têm sido uma força motriz por trás do recente crescimento dos fluxos de investimento direto estrangeiro. A maior parte delas ocorre entre os países desenvolvidos. Devido à aquisição da Mannesmann pela Vodafone AirTouch, que foi naquela altura a maior acordo de fusão transfronteiriça na história, a Alemanha (com US\$ 180 bilhões) tornou-se, pela primeira vez, o maior receptor de IDE na Europa e o segundo maior do mundo (depois dos Estados Unidos), substituindo o Reino Unido.

Quais são as *drivers* de tal atividade de F&A? Os setores individuais da economia desempenham um papel, a proporção de transações transnacionais ou o ambiente institucional, ao qual incluímos a legislação apropriada?

Considere-se que o aumento significativo de F&A ocorre em ondas. Já tinham acontecido no mundo ondas dos anos 1900, 1920, 1960, década de 1980, 1993.

O aumento de F&A nos últimos anos pode ser causado por uma variedade de motivos:

- excesso de capacidade industrial em determinados setores;
- inovação tecnológica e novas oportunidades de crescimento em setores específicos;
- desregulamentação dos mercados em setores anteriormente regulamentados ou através da integração regional de mercados que aumentam as pressões para a reestruturação ou abrem novas oportunidades de crescimento (integração da UE);
- mudanças na disponibilidade de financiamento (por exemplo, altas avaliações do mercado das ações utilizadas em trocas, etc.)<sup>36</sup>

Para comparar as causas do *boom* de F&A em diferentes países, o nível de atividade de F&A foi examinado em todos os setores. A desagregação da atividade de F&A por setor pode evidenciar se as mudanças se devem a excesso de capacidade, desregulamentação ou inovação tecnológica. Se o nível de F&A aumentou em todos os setores, (que foi observado pelos autores) isso sugeriria a importância de fatores macroeconómicos ou redução das barreiras institucionais para F&A.<sup>37</sup>

As barreiras institucionais também incluem a regulação excessiva do mercado no nível legislativo.

As transações internacionais são outro importante contribuinte potencial para o crescimento de F&A e ajudam a explicar o aumento de F&A na Europa. Analistas apontam que durante 1996 - 2006 economias europeias tiveram níveis mais altos de

---

<sup>36</sup> Goergen, Marc. Martynova, Marina. Renneboog, Luc. *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe*. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, Iss. 2, 01 July 2005, pp. 243–268; disponível: [https://ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/SSRN-id709023.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id709023.pdf)

<sup>37</sup> Jackson, Gregory. Miyajima, Hideaki. *Varieties of Capitalism, Varieties of Markets: Mergers and Acquisitions in Japan, Germany, France, the UK and USA*. *RIETI Discussion Paper Series 07-E-054*. Waseda University, June 2007, 55 p.; disponível: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1012210](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1012210)

atividade de F&A internacionais do que os EU ou o Japão. Na Alemanha, França e Reino Unido, as transações internacionais representaram aproximadamente 40-50% dos negócios em comparação com 20-25% nos EUA.<sup>38</sup> As transações em Europa em grande parte eram transfronteiriças e apontam para a importância do mercado europeu comum. O desenvolvimento do mercado único europeu e a introdução do euro na década de 1990 pressionaram fortemente as empresas europeias voltadas para o mercado interno para reduzir o excesso de capacidade e usar as F&A como meio de consolidação para enfrentar a concorrência.<sup>39</sup> Além disso, a moeda euro eliminou todos os riscos cambiais dentro da zona do euro e criou um mercado de capitais europeu mais líquido.

O próximo maior recorde mundial de F&A foi em 2007. Em 2007, o volume de F&A europeias ultrapassou o dos seus EUA contrapartes, historicamente o mercado mais dominante. Mesmo a crise financeira, que começou com a crise do *subprime* nos EUA, não impediu as F&A na Europa em 2007. Ao contrário, no segundo semestre de 2007 houve várias transações grandes, incluindo a aquisição do ABN-AMRO Holding NV pelo consórcio Royal Bank of Scotland, Fortis e Santander por US\$ 98 bilhões - o maior negócio da história bancária.

A UNCTAD observa no seu relatório (WIR'08) que os fluxos de IDE para os países desenvolvidos como um todo aumentaram 33% em 2007, para chegar a US\$ 1.248 trilhão – mais um recorde. O aumento foi impulsionado principalmente por F&A internacionais, mas também por lucros reinvestidos como resultado da alta rentabilidade das afiliadas estrangeiras. O processo de reestruturação e concentração no mercado comum alargado dos países da UE levou a uma nova vaga de aquisições transfronteiriças. Grandes fluxos de IDE para o Reino Unido, França, Holanda e

---

<sup>38</sup> Jackson, Gregory. Miyajima, Hideaki. *Varieties of Capitalism, Varieties of Markets: Mergers and Acquisitions in Japan, Germany, France, the UK and USA*. RIETI Discussion Paper Series 07-E-054. Waseda University, June 2007, p. 55; disponível: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1012210](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1012210)

<sup>39</sup> Goergen, Marc. Martynova, Marina. Renneboog, Luc. *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe*. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, Iss. 2, 01 July 2005, pp. 243–268; disponível: [https://ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/SSRN-id709023.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id709023.pdf)

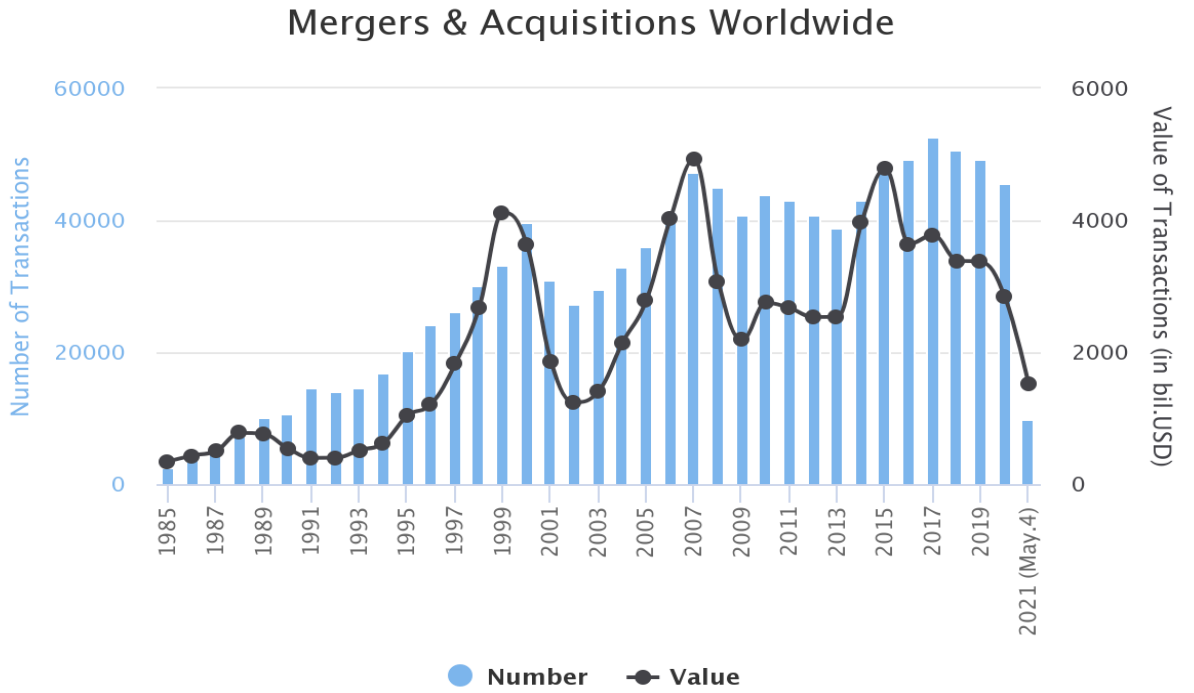
Espanha impulsionaram os fluxos gerais de IDE para UE para US\$ 804 bilhões – um aumento de 43%.<sup>40</sup>

Os gráficos abaixo representam o número e os valores de F&A em diferentes regiões desde 1985 até 2021 (Maio).

---

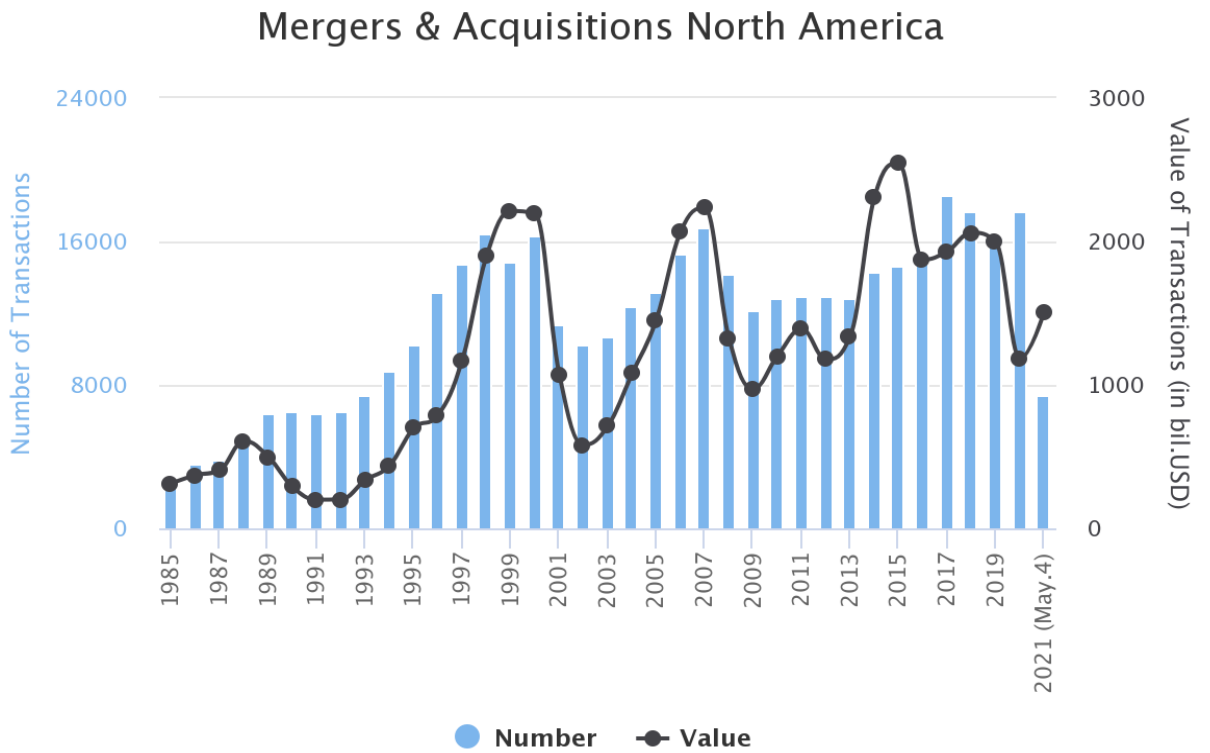
<sup>40</sup> 40 - UNCTAD. *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*, New York and Geneva, 2008, 411 p.

Gráfico 5-1 F&A no Mundo



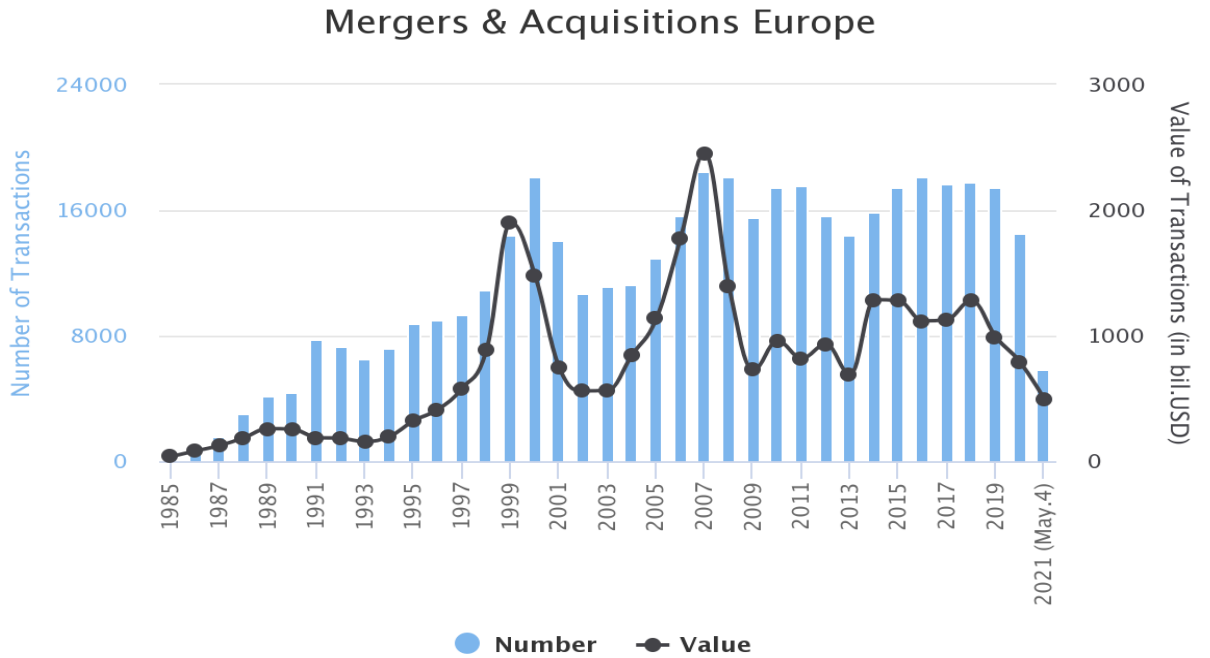
Source: IMAA analysis; imaa-institute.org

Gráfico 5-2 F&A na America Norte



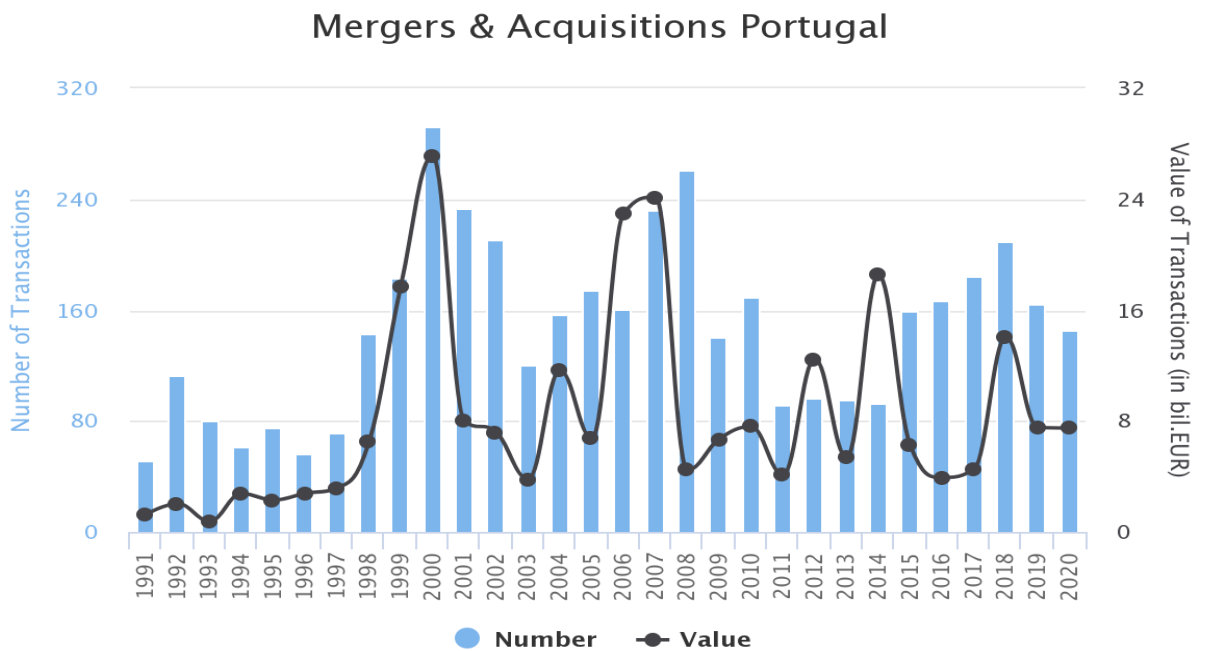
Source: IMAA analysis; imaa-institute.org

Gráfico 5-3 F&A na Europa



Source: IMAA analysis; imaa-institute.org

Gráfico 5-4 F&A em Portugal



Source: IMAA analysis; imaa-institute.org

Todos os quatro gráficos apresentados mostram o crescimento extremo de F&A em dois pontos: em 1999 (em 2000 no caso de Portugal) e em 2007. Além disso, em 2007 o indicador máximo foi atingido em todas as regiões representadas (menos Portugal).

*Tabela 5-1: F&A. Número e valor nos picos em 1999 e 2007  
(em bilhões de dólares, em bilhões de euros no caso de Portugal)*

Região	1999		2007	
	Número de F&A	Valor	Número de F&A	Valor
Portugal (em 2000)	293	27.10231	232	24.14847
<b>Europa</b>	14 434	\$ 1 901.03	<b>18 441</b>	<b>\$ 2 453.16</b>
America Norte	14 885	\$ 2 212.25	16 780	\$ 2 234.33
Mundo	33 132	\$ 4 116.32911	47 455	\$ 4 920.24549

*Fonte: Elaboração própria, baseado em dados obtidos em the Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics>*

Como mostra a tabela em 2007 – 38,9% de F&A ocorreram em Europa e só 35% na America Norte. 49,9% do valor total de F&A foi em Europa e 45,4% foi na America Norte.

Em Portugal, o pico não foi em 1999, mas sim em 2000, o que se explica pela inércia do mercado. No entanto, o que distingue Portugal é que em 2007 houve uma subida, mas não ultrapassou os 2000, como aconteceu nas outras regiões.

## 6. Discussão

São considerados principais indicadores de desenvolvimento económico de uma sociedade são considerados, entre outros: PIB *per capita*; qualidade e nível da vida de população; competitividade da economia; produtividade do trabalho e outros indicadores de eficiência económica. A competitividade da economia contribui assim para o desenvolvimento global e, atualmente, o aumento de tal competitividade é uma das principais tarefas dos países e regiões. O desenvolvimento económico não é apenas alterações quantitativas mas também qualitativas, inovações na produção, nos serviços, na gestão, nas formas de fazer negócios, ou seja, inovações. Essas alterações

na forma de fazer negócios também reflete-se no facto de que hoje muitas empresas optam pelo crescimento inorgânico, preferencialmente por meio de fusões e aquisições, o que oferece grandes vantagens em relação ao crescimento orgânico.

Para assegurar estes processos a legislação europeia passou para o caminho da harmonização e liberalização na regulação de fusões e aquisições.

De acordo com a análise da legislação na área de fusões e aquisições e da literatura em relação ao assunto da pesquisa, podemos destacar o seguinte:

A União Europeia obteve grande sucesso no campo da harmonização da legislação europeia que permitia aumentar competitividade das empresas europeias.

Isto é confirmado pelo desempenho económico das F&A nos períodos 1999 e 2007. São os períodos considerados os mais indicativos, uma vez que, após 2007, o mundo viveu uma crise financeira global, após a qual e até hoje Europa não se atingiu o nível de 2007 em termos de volume e montantes de F&A e, além disso, ocorreu o próximo colapso, pandemia de Covid-19. Antes de 1999, houve um aumento gradual do número de F&As e do preço das transações, atingindo um dos picos em 1999. No entanto, o pico de 2007 é considerado o mais importante, pois em 2007, pela primeira vez na história recente, o volume de F&A europeias ultrapassou o dos seus EUA contrapartes, historicamente o mercado mais dominante.

Tendo em conta que:

- o processo de integração na Europa começou ser mais significativo nos anos 1990,
- em 2004- 2005 ocorreram grandes alterações legislativas na área de fusões e aquisições, como, por exemplo, a adoção as Diretivas 2005/56/CE de 26 de Outubro de 2005 e 2004/25/CE de 1 de Maio de 2004,
- o facto de que as F&A atingiram o pico na Europa e no mundo em 2007,
- o facto de que o volume de F&A europeias ultrapassou o dos EUA em 2007,
- o facto que o período pós 2007 foi fortemente afetado pela crise financeira global, é mais importante considerar os picos de 1999 e 2007 como os mais significativos para análise em termos de resultados alcançados.

Dado que em todas as regiões-chave actuavam praticamente mesmos motores de F&A como fatores macroeconómicos, desenvolvimento de novas tecnologias, etc, o fator que distinguiu a Europa do resto do mundo foi precisamente a integração em curso do

mercado europeu e a harmonização da legislação no domínio das F&A de acordo com esta tarefa. Assim, ao subtrair o resto dos fatores, obtém-se o resto do driver que distinguiu a Europa de outros mercados e, em última análise, permitiu-lhe assumir uma posição de liderança no mundo. Assim, a regulação legislativa nesta área desempenhou um papel importante.

A segunda tendência que está na direção oposta, é que os processos de integração europeia também provocam sentimentos protecionistas, que estão associados ao desejo de alguns países de proteger seus mercados e empresas de concorrentes de outros países da UE.

E, por fim, existe grande incerteza quanto ao desenvolvimento futuro da economia global devido à multiplicidade de desafios do mundo moderno, como crises financeiras, guerras, pandemias, mudanças climáticas. Como afirmou um filósofo e geoestrategista: «A globalização é um processo que engloba as causas, o curso e as consequências da integração transnacional e transcultural de atividades humanas e não humanas.» (Nayef R. F. Al-Rodhan, 2006) compreendidas nas atividades não humanas a atividade de bactérias e vírus, bem como os desastres da natureza.

## **7. Conclusões**

Este trabalho tentou-se determinar, nos exemplos de legislação europeia e portuguesa, o impacto que a regulação legislativa na área de fusões e aquisições tem no desenvolvimento da economia global. Este estudo não pretende quantificar tal impacto mas afirma o próprio facto de sua presença e significância (o que, no entanto, é demonstrado pela comparação de resultados quantitativos).

Neste trabalho não estão analisados dados sobre fusões e aquisições na década após 2007, pois não considerados como indicativos devido à sua especificidade por causa de suscetibilidade a crise financeira.

Este estudo pode ser útil para pesquisas futuras que possam explorar o impacto de uma estrutura jurídica, regulatória e económica unificada dentro dos limites de uma grande associação interestadual regional no desenvolvimento da economia global. Uma análise detalhada das transações antes e depois dessas alterações lançaria luz

sobre as implicações de avançar para um contexto regulatório mais homogêneo. Uma vez que os países desenvolvidos representam só uma das partes do mundo global, seria útil analisar o impacto da harmonização da legislação na área de F&A dentro dos países desenvolvidos na economia dos países em desenvolvimento ou mais pobres. Isso aumenta as suas perdas? E se sim, como está relacionado? No sentido mais amplo, as pesquisas novas sobre o impacto do desenvolvimento de uma única estrutura jurídica, regulatória e económica para as F&A também podem fornecer novas explicações a crise financeira e a recessão económica global da primeira década deste século, que aconteceram quase imediatamente após um recorde mundial em F&A.

## **Bibliografia:**

AGHION P., BLOOM N., BLUNDELL R., GRIFFITH R., HOWITT P. Competition and Innovation: An Inverted-U Relationship. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 120, N° 2, 2005, pp. 701–728.; disponível: [https://www.ucl.ac.uk/~uctp39a/ABBGH\\_QJE\\_2005.pdf](https://www.ucl.ac.uk/~uctp39a/ABBGH_QJE_2005.pdf) [acedido em 02 de Março 2022].

BARROS, Pedro e CABRAL, Luís. Merger policy in open economies. New University of Lisbon («Nova») Working Paper n° 184. Lisbon, May, 1992; disponível: <https://run.unl.pt/bitstream/10362/85760/1/WP184.pdf> [acedido em 02 de Março 2022].

BOTREL, Sérgio. Fusões e Aquisições. 5ª edição. São Paulo. Saraiva, 2017; disponível: [https://books.google.pt/books?hl=en&lr=&id=f2qwDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT13&dq=sergio+botrel+fus%C3%B5es+e+aquisi%C3%A7%C3%B5es+pdf&ots=Vjroe2zft&sig=bfjLGAdS\\_mXvU-Bp7JNkNKy0XUE&redir\\_esc=y#v=onepage&q=sergio%20botrel%20fus%C3%B5es%20e%20aquisi%C3%A7%C3%B5es%20pdf&f=true](https://books.google.pt/books?hl=en&lr=&id=f2qwDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT13&dq=sergio+botrel+fus%C3%B5es+e+aquisi%C3%A7%C3%B5es+pdf&ots=Vjroe2zft&sig=bfjLGAdS_mXvU-Bp7JNkNKy0XUE&redir_esc=y#v=onepage&q=sergio%20botrel%20fus%C3%B5es%20e%20aquisi%C3%A7%C3%B5es%20pdf&f=true) [acedido em 02 de Março 2022].

CÂMARA, Paulo e BASTOS, Miguel Brito. O Direito da aquisição de empresas: uma introdução, in Paulo CÂMARA (coord.), *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011.

Código das sociedades comerciais em comentário volume II, Coord. Jorge Manuel COUTINHO de ABREU. Coimbra. Almedina, 2011.

CORDEIRO, António Menezes. *Direito das Sociedades I, Parte Geral.*, 3.ª edição. Coimbra. Almedina, 2016.

DAMODARAN A. *Investment valuation*. 2 ed; disponível: [https://www.academia.edu/25788482/Damodaran\\_Aswath\\_-\\_Investment\\_Valuation\\_2\\_edition](https://www.academia.edu/25788482/Damodaran_Aswath_-_Investment_Valuation_2_edition) [acedido em 02 de Março 2022].

DUARTE, Rui Pinto. Evolução do direito comercial português em matéria de fusão de sociedades. *Direito das Sociedades em Revista*. Almedina, 2018.

EZRACHI A. & STUCKE M. E. *Virtual Competition: The Promise and Perils of the Algorithm-Driven Economy*, Harvard University Press, 2017.

FARRELL, Joseph & SHAPIRO, Carl. Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis. *The American Economic Review*. Vol. 80, N° 1, March, 1990, pp. 107-126.

GOERGEN, Marc. MARTYNOVA, Marina. RENNEBOOG, Luc. Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe. Oxford Review of Economic Policy, Vol. 21, Iss. 2, 01 July 2005, pp. 243–268; disponível: [https://ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/SSRN-id709023.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id709023.pdf) [acedido em 02 de Março 2022]

JACKSIN, Gregory & MIYAJIMA, Hideaki. Varieties of Capitalism, Varieties of Markets: Mergers and Acquisitions in Japan, Germany, France, the UK and USA. RIETI Discussion Paper Series 07-E-054. Waseda University, June 2007; disponível: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1012210](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1012210) [acedido em 02 de Março 2022]

MOSCHIERI, Caterina & CAMPA, Jose Manuel. The European M&A Industry: A Market in the Process of Construction. Academy of Management Perspectives, 2009, disponível: [https://www.researchgate.net/profile/Caterina-Moschieri/publication/262194005\\_New\\_Trends\\_in\\_Mergers\\_and\\_Acquisitions\\_Idiosyncrasies\\_of\\_the\\_European\\_Market/links/5cd96b1ca6fdccc9dda7d97e/New-Trends-in-Mergers-and-Acquisitions-Idiosyncrasies-of-the-European-Market.pdf?origin=publication\\_detail](https://www.researchgate.net/profile/Caterina-Moschieri/publication/262194005_New_Trends_in_Mergers_and_Acquisitions_Idiosyncrasies_of_the_European_Market/links/5cd96b1ca6fdccc9dda7d97e/New-Trends-in-Mergers-and-Acquisitions-Idiosyncrasies-of-the-European-Market.pdf?origin=publication_detail) [acedido em 02 de Março 2022]

Portugal: Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality. May 17, 2011; disponível: <https://www.imf.org/external/np/loi/2011/prt/051711.pdf> [acedido em 23 de Março 2022].

SAAVEDRA, Alberto e ANASTÁCIO, Gonçalo. A nova Lei da concorrência portuguesa – Notas Preliminares. Revista da Ordem dos Advogados, Ano 73, I Janeiro-Março. 2013.

SILVA, Filipe Lobo. As operações de Reestruturação Empresarial como Instrumento de Planeamento Fiscal. Coimbra. Almedina, 2016.

STEPHEN M. Bainbridge. Mergers and acquisitions. Concepts and insights series. Third edition. Foundation Press, 2012.

UNCTAD. World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge, New York & Geneva, 2008.

VENTURA, Raúl. Fusão, cisão, transformação de sociedades. Comentários do código das sociedades comerciais. Coimbra. Almedina, 1990.

### **Legislação europeia:**

Tratado sobre o Funcionamento da UE. Versão consolidada 2016. OJ C 202. 07.06.2016.

Terceira Diretiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro de 1978. OJ L 295. 20.10.1978.

Sexta Directiva 82/891/CEE do Conselho, de 17 de Dezembro de 1982. OJ L 378. 31.12.1982.

Proposal for a Tenth Directive of the Council concerning cross-border mergers of public limited companies. OJ C 023. 25.01.1985.

Directiva 90/434/CEE do Conselho, de 23 de Julho de 1990. OJ L 225. 20.08.1990.

Proposta alterada de Décima Terceira Diretiva do Parlamento Europeu do Conselho em matéria de direito das sociedades relativa às ofertas públicas de aquisição. OJ C 378. 13.12.1997.

Directiva 2001/23/CE do Conselho, de 12 de Março de 2001. OJ L 82. 22.03.2001.

Regulamento (CE) n.º 139/2004 do Conselho, de 20 de Janeiro. OJ L 24. 29.01.2004.

Regulamento (CE) n.º 802/2004 da Comissão de 7 de Abril. OJ L 133. 30.04.2004.

Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004. OJ L 142. 30.04.2004.

Diretiva 2005/56/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Outubro. OJ L 310, 25.11.2005.

Diretiva 2007/63/CE de 13 de Novembro.

Directiva 2009/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009. OJ L 259. 02.10.2009

Directiva 2011/35/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Abril de 2011. OJ L 110. 29.04.2011.

Diretiva (UE) 2019/2121 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de Novembro de 2019. OJ L 321. 12.12.2019

Diretiva (UE) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017. OJ L 169. 30.06.2017.

**Legislação nacional:**

Código Civil adotado pelo Decreto-Lei n.º 47344/66, de 25 de Novembro de 1966. Diário do Governo n.º 274/1966 - I Série. Ministério da Justiça - Gabinete do Ministro. Lisboa.

Código das Sociedades Comerciais adotado pelo Decreto-Lei n.º 262/86 de 02 de Setembro de 1986. Diário da República n.º 201/1986 - I Série. Ministério da Justiça. Lisboa.

Código dos Valores Mobiliários adotado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro de 1999. Diário da República n.º 265/1999. I Série A. Ministério das Finanças. Lisboa.

Decreto-Lei 111/2005, de 8 de Julho de 2005. Diário da República n.º 130/2005. I Série A. Ministério da Justiça. Lisboa.

Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março de 2006. Diário da República n.º 63/2006, 1º Suplemento. I Série A. Ministérios das Finanças e da Administração Pública e da Justiça. Lisboa.

Decreto-Lei 8/2007, de 17 de Janeiro de 2007. Diário da República n.º 12/2007. I Série. Ministério da Justiça. Lisboa.

Lei 19/2009, de 12 de Maio de 2009. Diário da República n.º 91/2009. I Série. Assembleia da República. Lisboa.

Decreto-Lei 185/2009, de 12 de Agosto de 2009. Diário da República n.º 155/2009. I Série. Ministério das Finanças e da Administração Pública. Lisboa.

Decreto/Lei 53/2011, de 13 de Abril de 2011. Diário da República n.º 73/2011. I Série. Ministério da Justiça. Lisboa.

Lei n.º 19/2012, de 08 de Maio de 2012. Diário da República n.º 89/2012. I Série. Assembleia da República. Lisboa.