



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**ALTERAÇÃO DE CIRCUNSTÂNCIAS NO ÂMBITO DE UMA OPA
EM CURSO**

PEDRO LEITÃO DA MOTA

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2017

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**ALTERAÇÃO DE CIRCUNSTÂNCIAS NO ÂMBITO DE UMA OPA
EM CURSO**

PEDRO LEITÃO DA MOTA

**SOB ORIENTAÇÃO DA
Sr.^a PROFESSORA DOUTORA DANIELA BAPTISTA**

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2017

*Aos meus pais,
Às minhas três irmãs e ao meu “irmão”*

Agradecimentos

Aos meus pais, por terem assumido a tarefa mais difícil que se pode ter: educar alguém. Pela maior herança que me deixam, a vossa ideologia de vida, que me permite sair de casa diariamente cheio de vontade de vencer, confiança e focado na valorização e priorização do que é real e verdadeiro.

À Dora, Luísa, Cristina, Renato e João, que consiga ter a importância no crescimento dos vossos filhos tal como tiveram e têm no meu.

À Sr^a Professora Doutora Daniela Baptista, orientadora desta tese, obrigado por continuamente me ter desafiado.

À Catarina e David, primos, irmãos, amigos, sem nos lembrarmos desde quando.

Aos amigos mais antigos, mas atuais, por me lembrarem sempre quem sou.

Aos amigos mais recentes, porque a complementaridade, similitude e ligação é cada vez maior. Que conheça o mundo convosco.

À Raquel, Mia, e Patrícia, cada uma especial de maneira diferente.

“Sem pressas, mas sem pausas”

Palavras chave: Oferta Pública de Aquisição; alteração de circunstâncias;

Keywords: *Takeover; change of circumstances*

Resumo: A presente dissertação incidirá sobre a alteração de circunstâncias no âmbito de uma OPA em curso. A análise recairá sobre a potencial aplicação do art.128ºCVM, que legitima o exercício pelo oferente das faculdades de modificação ou revogação da oferta, perante uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias que fundaram a sua decisão de lançamento. Requerendo-se o preenchimento destes conceitos indeterminados, e perante a sua concretização pelos oferentes, nos anúncios preliminares de OPA, das situações que espoletam a aplicação do preceito, ao longo do trabalho proceder-se-á à compreensão se de facto a ocorrência das mesmas legitima o exercício de tais faculdades pelos referidos sujeitos.

Palavras chave: Oferta Pública de Aquisição; alteração de circunstâncias

***Abstract:** The present study will focus on the change of circumstances in the context of an ongoing takeover bid. The analysis will be based on the potential application of the article 128º CVM, which legitimizes the exercise by the offeror of the faculties of modification or revocation of the offer, before an unpredictable and substantial change in the circumstances that founded its decision to launch. The fulfillment of these indeterminate concepts by the offerors is made in the preliminar announcements of the takeover. Therefore, throughout the work, we will proceed to the understanding if in fact the occurrence of the those situations legitimizes the exercise of such powers by those subjects.*

Keywords: Takeover; changing of circumstances

Índice

| | |
|---|----|
| 1) Introdução..... | 15 |
| 2) Oferta Pública de Aquisição enquanto operação de investimento | 16 |
| 2.1) Criação Sinergias | 16 |
| 2.2) Criação de Valor de controlo | 17 |
| 3) Artigo 128ºCVM: pressupostos para a sua aplicação | 18 |
| 4) Aumento de capital..... | 26 |
| 4.1) Emissão de ações | 26 |
| 4.2) Emissão de obrigações convertíveis e com warrant | 30 |
| 4.3) Aumento de capital em sociedades em relação de domínio ou de grupo | 34 |
| 5) Fusão | 36 |
| 6) Cisão..... | 40 |
| 7) Transformação..... | 42 |
| 8) Dissolução | 44 |
| 9) Incumprimento do art.182ºCVM..... | 45 |
| 10) Conclusão | 48 |
| Bibliografia..... | 49 |

Lista de siglas e de abreviaturas

al. — alínea

als. — alíneas

art.º — artigo

CC — Código Civil

Cfr. — confrontar

cit. — citado/ citação

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DL — Decreto-lei

Ed. — edição

n.º — número

ob. cit. — obra citada

p. — página

ss. — seguintes

Vol. — Volume

1) Introdução

As Ofertas Públicas de Aquisição (OPA) assumem-se, na realidade atual, uma das primordiais e mais frequentes formas de reestruturação empresarial, tendentes à obtenção de controlo societário. Configurando a natureza de uma proposta contratual, são demonstrativas da necessidade de compatibilização entre o princípio *rec sub stantibus* e outros princípios basilares, decorrente de exigências de certeza e segurança jurídica, como o princípio da irrevogabilidade e da estabilidade da oferta.

O que espoletou o desenvolvimento do tema prendeu-se com o entendimento de que nenhum dos princípios jurídicos, acima referidos, deverão ser considerados absolutos. Por um lado, será pacífico o entendimento de que é desadequada uma leitura literal do princípio *rebus sic stantibus*, já que é dúbio considerar de que qualquer alteração das circunstâncias existentes no momento do lançamento da oferta terá consequências relativamente ao vínculo assumido pelo oferente. Por outro lado, não se devem descurar as circunstâncias contemporâneas à realização da oferta por um sujeito, pelo que uma modificação das mesmas poderá relevar quanto à manutenção da situação jurídica passiva de oferente, quando sejam demonstrativas de uma irrazoabilidade de manutenção da vinculação à oferta. Tal levará a equacionar do afastamento dos princípios da irrevogabilidade e da estabilidade da oferta, preenchidos determinados pressupostos previstos no art.128ºCVM

Tendo em conta o acima referido, com a realização deste trabalho pretende-se a compreensão das repercussões que determinadas operações jurídico-societárias terão relativamente aos interesses do oferente, analisando se constituirão fundamento bastante para o afastamento dos princípios acima aduzidos vigentes durante a OPA. Isto, atentos os pressupostos exigidos pelo art.128ºCVM para o exercício das faculdades de modificação e revogação da oferta em virtude de uma alteração de circunstâncias.

2) Oferta Pública de Aquisição enquanto operação de investimento

Em sentido lato, uma aquisição reporta-se à “tomada de posição de controlo da propriedade de um alvo (target), seja pela aquisição de ações ou ativos, por parte de um adquirente (bidder), seja uma entidade empresarial ou conjunto de investidores”¹.

As Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) surgem, no âmbito de iniciativas de reestruturação e concentração empresarial, reconduzidas a operações estratégicas que visam a mudança na estrutura de propriedade e controlo.

Com efeito, configuram uma operação de investimento – apelando a uma decisão de alienação de valores mobiliários, e então, de desinvestimento, pelos destinatários da oferta -, tendente à aquisição de controlo, através da compra de ações da sociedade visada (target)². Assim, o objetivo da OPA são as ações da sociedade, mas a intenção do oferente dirige-se à obtenção do domínio sobre a mesma³.

Tendo em conta o carácter transdisciplinar do processo de aquisição, no qual se evidencia uma dimensão financeira (conexa com as restantes), consideramos imprescindível a alusão a determinados aspetos de cariz financeiro. Desde logo, no tocante aos motivos subjacentes à compra de controlo através de uma OPA, reconduzidos à obtenção de valor de controlo e de sinergias.

2.1) Criação Sinergias

Uma operação de F&A (Fusões e Aquisições) é direcionada à criação de valor, ou seja, a que o valor da empresa combinada seja superior ao valor das empresas individuais “(2+2=5)”. Daqui se retira que, a (potencial) criação de valor⁴, por um lado, advenha do valor das sinergias⁵ de diversa ordem que venham a ser criadas com a operação em causa.

¹ (PACHECO), p.3

² Tal como refere ORLANDO GUINÉ “O objetivo será a obtenção de controlo da sociedade. Razão pela qual os valores mobiliários serão essencial ou exclusivamente ações com direito de voto, uma vez que é através do exercício do direito de voto que (...) o oferente virá a dominar a sociedade visada” (GUINÉ, 2009) p.19

³ *Ibidem*, p.24

⁴ Na medida em que existem casos de sucesso e de insucesso de sinergias. Para contribuir para esta última, podem surgir dificuldades advenientes de custos de reestruturação, ou de problemas da integração de empresas com diferentes culturas empresariais e sociais.

⁵ A expectativa da empresa adquirente de que, com a concretização da aquisição, os cash-flows gerados pelos ativos detidos pela empresa adquirida, sejam superiores aos que se verificariam na ausência desta operação.

As sinergias podem ser de diferentes tipos, e deste modo, distintas as potenciais fontes de valor. Neste sentido, existem sinergias operacionais (com impacto nos cash flows e no crescimento), que protagonizam ganhos como: a criação de rendimentos (p.ex. cross selling, cross branding, poder de mercado⁶), a redução dos custos (p.ex. ganhos de economias de escala⁷, economias de gama⁸, economias de âmbito⁹, poder negocial, eliminação de intermediários¹⁰, otimização organizacional, através da redução de chefias intermédias), economia de ativos (p.ex. maior capacidade negocial, utilização de capacidade já instalada) ou ainda que são suscetíveis de potenciar a Investigação & Desenvolvimento.

Em acréscimo, existem as sinergias que proporcionam uma maior capacidade financeira, a redução do custo do capital (melhor acesso ao mercado financeiro¹¹ – com maior poder negocial -, maior liquidez dos ativos) e economia fiscais (associadas á maior capacidade de endividamento, prejuízos transferidos¹²).

2.2) Criação de Valor de controlo

Por outro lado, a criação de valor pretendida com a realização de uma OPA pode reconduzir-se à consideração de que a sociedade visada tem potencial para gerar valor de

⁶ Este tipo de operações pode “contribuir (...) para a criação ou reforço do poder de mercado”. Assim “estas operações alteram a estrutura de mercado, no sentido de uma maior concentração”. Ficando o mercado com uma estrutura menos concorrencial – já que poderá reduzir o número de concorrentes no mercado -, as empresas vão poder praticar preços superiores ao custo marginal (prática de preços mais elevados do que anteriormente). – cfr. (MATOS & RODRIGUES, 2000) p.46

⁷ Ganho de economia de escala enquanto um dos fatores motivadores deste tipo de operações. “Existem economias de escala quando o aumento da escala de produção da empresa permite reduções no respetivo custo médio. (...) Em rigor, as economias de escala verificam-se quando o aumento do volume de produção permite uma redução dos custos médios (...)” – Mede a relação entre o volume de produção, em cada momento, e o custo da produção. – (MATOS & RODRIGUES, 2000), p.49

⁸ Verificam-se quando “a produção de um conjunto de produtos por uma única empresa é feita de forma mais eficiente do que a produção das mesmas quantidades dos mesmos produtos por empresas diferentes” – (MATA, 2013) p.169. “Esta redução decorre da existência de ativos partilháveis (...) ativos materiais, como máquinas e equipamentos, e ativos intangíveis, como conhecimento e capacidade de gestão” - (MATOS & RODRIGUES, 2000) p.50

⁹ “A curva da experiência corresponde às reduções nos custos de produção que (..) se obtêm com o crescimento do volume de produção acumulado. (...) A curva da experiência tem origem no progressivo aperfeiçoamento das técnicas e dos processos de fabrico que a aprendizagem decorrente da experiencia acumulada proporciona.” – *Ibidem*, p.50

¹⁰ Espelho disto pode ser a combinação de elos da cadeia produtiva, permitindo ao fornecedor de um determinado serviço deter a capacidade técnica para a implementação de um projeto no seu todo.

¹¹ “A determinação da taxa de custo do capital é uma tarefa fundamental para a avaliação de decisões de financiamento e de investimento (...) como todos estes capitais têm subjacente um determinado grau de risco os seus detentores exigem uma taxa de retorno compatível com esse grau de risco. (...) Esta taxa de custo é determinada de acordo com o grau de risco do investimento (...)” - (PACHECO), p.1.

¹² Possibilidade de aplicação do regime da neutralidade fiscal no âmbito do Regime especial de tributação de grupos de sociedades.

controlo. Este é demonstrativo da diferença de valor atribuído pelo oferente à sociedade visada. Isso pode decorrer do facto de esta estar subavaliada devido a uma gestão ineficiente, podendo beneficiar de uma acrescida capacidade de gestão dos recursos e dos ativos dessa sociedade por parte do oferente¹³.

Uma OPA tanto pode consubstanciar uma conjugação dessas duas pretensões, quer da aquisição do controlo de sociedades cuja gestão está a ser realizada de forma subótima, que apresentam retornos de capital inferiores à media do setor e forte potencial para melhoria do seu desempenho, quer de sociedades que sejam suscetíveis de criação das sinergias acima referidas, como apenas das duas individualmente consideradas.

3) Artigo 128º CVM: pressupostos para a sua aplicação

A problemática da alteração de circunstâncias e a sua relevância no âmbito de um contrato é um tema contemporâneo e transversal aos vários ramos do direito. Constitui, inclusivamente, uma clássica discussão na teoria geral do direito civil.

A aplicabilidade da figura da alteração de circunstâncias, no que às ofertas públicas de aquisição diz respeito, deriva da sua concretização num processo. Este inicia-se com o anúncio preliminar, cujo conteúdo deve ser composto pelas menções indicadas no art. 176º CVM, devendo ser enviado à CMVM, à sociedade visada e à entidade gestora dos mercados regulamentados em que as ações que são objeto da oferta estejam admitidas à negociação, logo que o oferente tome a decisão de lançamento da oferta (art. 175º CVM).

Pese embora o anúncio preliminar não ser ainda tecnicamente uma proposta contratual¹⁴, contém uma intenção inequívoca de contratar¹⁵, pelo que lhe são aplicáveis determinadas

¹³ Valor de controlo = Valor dos ativos com a nova equipa de gestão – Valor dos ativos com a antiga equipa de gestão

¹⁴ Tal como refere PAULO CÂMARA “o anúncio preliminar não apresenta uma descrição completa da oferta a ser dirigida, apenas devendo conter os elementos impostos pelo art. 176º CVM. Além disso, não representa tão-pouco a última palavra do oferente na medida em que, as condições da oferta podem ser alteradas no anúncio de lançamento.” (CÂMARA, 2011) p.176

O nº1 do art.183º-A CVM prescreve que o anúncio de lançamento da oferta deve descrever os elementos essenciais para a formação dos contratos a que se refere, pelo que se retira que deve já revestir um projeto dos contratos a celebrar. Deste modo o lançamento da oferta pública de aquisição corresponde ao momento de realização da proposta. Contudo, pelo que o anúncio preliminar já contém uma intenção inequívoca de contratar assegurada pela assunção do dever de lançamento de OPA, a tutela dos destinatários constituiu-se antes da efetiva realização da proposta contratual.

¹⁵ A segurança desta afirmação retira-se do facto de a publicação do anúncio preliminar, nos termos do art. 175º/2 a) CVM, obrigar ao lançamento da oferta.

regras e princípios, destacando-se, para este efeito, o princípio estabilidade da oferta, “que se traduz na proibição de o oferente revogar a proposta ou alterá-la durante o processo”¹⁶.

Assim, as faculdades de modificação e revogação da oferta constituem uma exceção ao referido princípio, revestindo importância para os interesses do oferente - contrabalançando com a proteção dos destinatários conferida pela irrevogabilidade. Existindo um hiato temporal entre o momento em que ocorre o anúncio preliminar ou o de lançamento da oferta e o momento em que se conclui a aquisição - e termina o processo, após a aceitação por parte dos destinatários - é passível a visualização da ocorrência de situações que consubstanciam uma alteração das circunstâncias em que partes fundaram a decisão de contratar.

As faculdades advenientes do artigo 128º CVM¹⁷, que conferem ao oferente a possibilidade de modificação ou de revogação da oferta, dependem do preenchimento cumulativo dos seguintes pressupostos:

- a) Ter ocorrido uma alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de lançamento da oferta;
- b) Serem as circunstâncias que fundaram a decisão de lançar a oferta cognoscíveis pelos respetivos destinatários;
- c) Ser a alteração imprevisível e substancial;
- d) Essa alteração exceder os riscos inerentes à oferta.

Decorre da norma que tem de ter ocorrido uma alteração superveniente¹⁸ das circunstâncias que conduziram o oferente ao lançamento da oferta.

Uma primordial elucidação quanto ao conceito de “circunstâncias” é importante, de forma a ser possível a contraposição com os motivos que conduziram o oferente a contratar.

¹⁶ (ALMEIDA, 2013), p.189

¹⁷ No Direito espanhol, o regime jurídico das ofertas públicas de aquisição encontra a sua regulação na LMV, mais especificamente no RD 1066/2007 de 27 de julho - RDOPAS, sendo que, neste último diploma legal, podem ser encontradas soluções similares às do direito nacional. Assim, para além do princípio da irrevogabilidade da oferta, previsto no art. 30º nº1 do referido diploma legal, da permissibilidade de submeter a eficácia da oferta à verificação de condições (art. 30º nº2), os casos de modificação e revogação estão taxativamente previstos. Pese embora a diferenciação estabelecida no art. 33º quanto às hipóteses de “desistimiento y cese de efectos de la oferta”, consoante seja voluntária ou obrigatória, comum a estes dois tipos é a possibilidade de exercício da faculdade “desistimiento” “cuando, por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad”.

¹⁸ “A discrepância com a realidade pode ser originária ou subsequente. Se já existe no momento da celebração do negócio temos a problemática do erro”. “Se logo na celebração do negócio as partes se baseiam numa situação que não é real, temos um erro, na subespécie de um erro sobre a base do negócio” (ASCENÇÃO, 2005), pp. 627 e 632.

Assim, enquanto as primeiras “são uma realidade objetiva, o enquadramento fáctico do negócio, que as partes pressupõem vigente no momento em que se vinculam.”¹⁹, os segundos reportam-se ao que constitui a base negocial subjetiva.

Referindo-se o preceito quanto “às circunstâncias”, a “realidade de referência, é assim, algo de objetivo”²⁰, sendo que uma posterior alteração dos motivos ao anúncio preliminar da OPA pelo oferente não é relevante para efeitos de aplicação do instituto em causa.

Contudo, a lei não descarta a preponderância que os motivos²¹ têm para o oferente - quer sejam entendidos enquanto fim quer como causa da vinculação -, sendo que nos termos do art. 124º nº3 do CVM é ao oferente permitido a aposição de condições de eficácia da oferta²²²³, com respeito pelos limites previstos no preceito.

O preenchimento das condições depende de fatores externos²⁴, designadamente advenientes da vontade dos acionistas (de alienarem a sua participação social ou de procederem a uma alteração dos estatutos) ou da CMVM, sendo que a sua não verificação não se pode qualificar como imprevisível. De facto, o oferente tem que contar que elas se possam não verificar, o que nos leva a crer que o instituto da alteração de circunstâncias não seja aplicável nestes casos²⁵.

¹⁹ (SILVA, 2003), p.137

²⁰ (SILVA, 2003), p.137

²¹ De facto, “através da condição, as partes podem dar relevância a motivos subjetivos, que, de outra forma, seriam juridicamente irrelevantes”, sendo que neste âmbito, tendo em conta que “o interesse não é atual, subordina-se o contrato a condição suspensiva” - (AFONSO, 2014), p.63

²² É comum a aposição de condições com este tipo de conteúdo destinadas à eliminação de limites à contagem de votos em assembleia geral quando emitidos por um só acionista (artigo 384º nº2 do CSC), à eliminação de cláusulas que limitam a livre transmissibilidade das ações (artigo 328 nº2 do CSC), à aquisição pelo oferente de uma determinada percentagem do capital social e dos direitos de voto, à declaração pela CMVM da derrogação do dever de lançamento de oferta subsequente, em resultado da aquisição de uma determinada percentagem das ações representativas do capital social que conduzissem a uma sucessiva obrigatoriedade de lançamento de OPA (art. 189º nº1 alinea a) e nº2 CVM). – a título de exemplo, cf. Anúncio Preliminar OPA da CaixaBank sobre o BPI, e da Chartwell Pharmaceuticals, LLC sobre a Cipan S.A.

²³ Diferente das condições suspensivas da eficácia da oferta, são as condições suspensivas de lançamento, que determinam que a oferta só terá início após a verificação de determinados factos, tais como a obtenção de registo prévio junto da CMVM, ou de autorizações administrativas exigíveis nos termos da legislação portuguesa ou comunitária necessárias para o exercício de determinada atividade.

²⁴ “A aposição de uma cláusula de condição a um contrato corresponde ao exercício da liberdade contratual, servindo os interesses das partes se precaverem quando à evolução futura dos acontecimentos, que não controlam e dos quais depende a perfeita concretização dos seus interesses negociais”. Refere ainda a autora que “a condição pode evitar o risco de danos derivados de eventos previsíveis, mas subtraídos à possibilidade de controlo” - (AFONSO, 2014), p.61

²⁵ “Esta situação pode exceder em muito os pressupostos previstos no art. 128º CVM” - (SILVA, 2003), p.137. Se não as prevê, e esse tipo de situações não se verificam, não pode depois vir o oferente arguir que se está perante uma alteração imprevisível.

Assim, a previsão de cláusulas cujo conteúdo corresponda à sujeição da eficácia da oferta no anúncio preliminar, surge como um importante mecanismo de tutela do interesse do oferente²⁶. A pretensão de compra de controlo da sociedade pelo oferente surge de forma a que possa empregar uma nova orientação estratégica, ou a que possa proceder a outras concretizações subjacentes às já referidas motivações que o conduziram à realização da oferta. Paralelamente, pode ser crucial a detenção de uma maioria do respetivo capital social. Não conseguindo alcançar o pretendido, ou não se verificando uma alteração dos estatutos no sentido de eliminação dos limites à contagem dos direitos de voto emitidos por um só acionista, a condição incluída no anúncio preliminar conduz à ineficácia da OPA, tal convergindo com o seu interesse de não ficar vinculado naquelas circunstâncias.

Em acréscimo, exige o preceito que as circunstâncias que motivaram o lançamento da oferta sejam cognoscíveis pelos destinatários, isto é, que eles “possam discernir quais são as circunstâncias que o oferente considerou fundamentais para a sua tomada de decisão”²⁷. O conhecimento efetivo das circunstâncias não é assim relevante, mas sim a suscetibilidade de o poder ter tido²⁸.

A decisão de lançamento da oferta funda-se numa determinada conjuntura circunstancial contemporânea ao momento da vinculação à oferta²⁹. Sendo isso a base do negócio, a assunção da situação jurídica passiva de oferente prende-se com a expectativa que criou e que aceitou de como vai ser a realidade no momento em que a obrigação que assumiu se tornar exigível.

O facto gerador da aplicação do instituto é a verificação de uma alteração de circunstâncias, um desvio entre a normalidade da sua evolução aceite pelo oferente, e a forma como efetivamente a realidade se configura em momento posterior ao lançamento da oferta.

²⁶ Até porque se o oferente optar por não as conter no anúncio preliminar, não pode, por razões já aduzidas, recorrer ao instituto da alteração de circunstâncias com o fundamento que da sua não previsão se retira que a ocorrência da situação configura uma situação imprevisível e substancial.

²⁷ (SILVA, 2003), p.138 (GUINÉ, 2012) pp.929-937.

²⁸ Quanto às razões que conduziram a esta solução legal, e à discussão em torno da forma como se deve aferir esta cognoscibilidade v. (SILVA, 2003), pp. 139 e 140

²⁹ Se por exemplo, foi o facto de uma sociedade deter certos ativos, ou uma concreta carteira de clientes, ou certa percentagem de quota de mercado, ou de estar em relação de domínio ou de grupo com determinadas sociedades, que conduziu ao despoletar de interesse em a adquirir por parte do oferente, prevendo a criação de determinadas sinergias, ou o facto de estar a ser gerida de uma forma subeficiente, prevendo deste modo a criação de valor de controlo.

Contudo, a tutela do oferente nesta ordem, através do exercício das faculdades de modificação e revogação da oferta, depende do preenchimento de outros requisitos. Desde logo, esta divergência de circunstâncias tem que revestir um carácter imprevisível e substancial.

O pressuposto da imprevisibilidade, “introduz uma fortíssima restrição à constituição das faculdades de modificação ou de revogação da oferta”³⁰. Esta constatação decorre do facto de não se tratar de um conceito preciso, que delimite com estabilidade e clareza as situações que serão consideradas imprevisíveis. De facto, enquanto conceito indeterminado que é, dependerá o seu preenchimento e adaptação do caso em concreto, divergindo consoante as características das situações em que releva.

É aferível da análise dos anúncios preliminares de OPA que os oferentes tendem a proceder a uma enumeração das situações que, a seu ver, configuram uma alteração imprevisível (e substancial), em vista a uma concretização desse conceito indeterminado (e da substancialidade). Esse conjunto de casos surge como uma procura de reforço da sua tutela, sendo que, a nosso ver, alguns deles remontam à tentativa de se munir de defesas - legitimando-as pelo artigo 128º do CVM - contra a adoção de medidas anti-OPA, na pendência do próprio processo de oferta.

Deste modo urge analisar, em momento posterior, se serão suscetíveis de ser aceites enquanto alterações imprevisíveis (e substanciais) todas essas situações descritas pelos oferentes.

Em acréscimo, tendemos para uma resposta afirmativa perante a questão de se não deverá o conteúdo do conceito em causa ser preenchido diversamente tendo em conta as características da OPA em causa. Tendo em linha de conta que, tal como referido, algumas das situações enumeradas pelos oferentes consubstanciam tentativas de proteção contra medidas defensivas de OPA's (realizadas no seu decurso), como se irá concretizar, existem operações destas tendentes à tomada de controlo dotadas de maior propensão à existência, acionamento e exercício deste tipo de medidas.

O requisito de imprevisibilidade depende da extensão do risco assumido no contrato pela parte. Quanto maior a amplitude dos riscos próprios de um contrato, de

³⁰ (SILVA, 2003), p.140

menor número serão as alterações suscetíveis de serem consideradas imprevisíveis³¹, maior a probabilidade de a vinculação assumida se manter e de se concluir pela flexibilização do que se considera o justo equilíbrio do contrato, pese embora as alterações de circunstâncias - e vice-versa.

Em concretização, os riscos inerentes a uma OPA Hostil³² e a uma OPA Amigável são de diferente extensão, sendo que na primeira são de maior amplitude do que na segunda.

Assim, tendo em conta que a adoção de medidas destinadas a tornar a aquisição da sociedade menos atrativa é numa OPA Hostil um facto de elevada probabilidade (contrariamente ao que ocorre numa OPA Amigável), será mais difícil a aplicação do artigo 128º do CVM por consideração que um maior leque de flutuações circunstanciais está abrangido pelos riscos próprios do contrato³³.

Contudo, é imperativo proceder uma categorização dessas medidas³⁴.

No que diz respeito a medidas preventivas ou outras medidas pré-existentes³⁵, mas que se acionam com o lançamento da OPA (diferidas), consideramos que a questão da invocação do instituto não coloca, ainda que o oferente desconhecesse a sua existência.

Desde logo, estão essas medidas abrangidas pelo risco inerente à oferta, cujo intuito é o de tornar a aquisição menos atrativa, designadamente por maior onerosidade, dificuldade

³¹ Estando abrangidas pelos riscos próprios do contrato, serão consideradas irrelevantes, como derivando da existência de normais flutuações.

³² Uma OPA Hostil é uma operação na qual o oferente (bidder) efetua uma oferta (regra geral não solicitada) para comprar a maioria ou a totalidade das ações da sociedade visada (target), que é rejeitada pelo respetivo órgão de gestão. Diferentemente, no âmbito de uma OPA Amigável, esta é lançada com o acordo da administração da sociedade visada. Isto é, quando a sociedade visada “decide não se opor, ou inclusive recomendar, a aceitação da oferta aos destinatários” - (FERREIRA, 2011), p.157

³³ Dado o que deriva da própria definição de OPA Hostil, então o oferente prefigura, ou tem esse dever de prever, como de elevada probabilidade a tomada de atos pela Assembleia-Geral ou pelo Conselho de Administração que conduzam a uma alteração das circunstâncias que serviram de base ao negócio e que motivaram o lançamento da oferta.

³⁴ É possível a distinção entre medidas defensivas preventivas (prévias à OPA) e realizadas no decurso da OPA (reativas/subsequentes). Quando às primeiras, que são adotadas independentemente do lançamento de uma oferta pública de aquisição, evidenciam-se as medidas organizatórias (designadamente o “classified board” ou a “supermajority provision”, ou as “dual-class recapitalizations”), as limitações ao direito de voto, existência de esquemas financeiros (“golden parachutes”) e o controlo de ações (“poison pills”: flip-in poison pill e flip-over poison pill). Quanto ao segundo tipo, podem reconduzir-se, por exemplo, à “suicide pill” (gestão ruinosa da sua atividade por parte da sociedade visada), ou à “sale of crown jewels” (venda de todos os ativos ou dos mais valiosos), ou à satisfação antecipada de todo o passivo – para mais desenvolvimentos veja-se (CORDEIRO, 1994), pp.772ss, e no mesmo sentido (LEITÃO, 2007) pp.57-76; (GUINÉ, 2009) pp.21ss.

³⁵ ORLANDO VOGLER GUINÉ, utilizando uma classificação dependente do fator tempo, distingue entre medidas prévias e subsequentes (ao lançamento da OPA), e diferidas “caso a sua adoção seja decidida antes do lançamento de uma OPA, mas os seus efeitos se produzam somente com o lançamento da OPA” (Guiné, 2009), p.26.

de concretização ou menor celeridade de conclusão do processo negocial, sendo que o oferente as deve ou deveria ter previsto (caso as desconhecesse) já que são pré-existentes, e, portanto, contemporâneas ao momento da sua vinculação, isto é o lançamento da oferta. Se de facto procede ao lançamento da oferta, é porque pese embora essa alteração seja provável, a aceita, querendo vincular-se nessas condições, e, a verificar-se a alteração traduzida num desvio entre as circunstâncias, esta não estava fora do seu âmbito de previsão, permanecendo vinculado à oferta. Tal é demonstrativo de que a verificação de riscos que sejam próprios do contrato não é suficiente para o exercício das faculdades decorrentes do instituto.

Contudo, diferentes e merecedoras de uma ponderação mais cuidadosa, são medidas anti-OPA, que possam protagonizar alterações, que são tomadas na pendência da oferta, e que não existiam anteriormente a esta.

Se no caso de uma OPA Amigável - devido à sua própria natureza - a ocorrência dessas medidas será mais suscetível a concluir por uma alteração das circunstâncias juridicamente relevante para este efeito, por outro lado o facto de uma OPA ser hostil torna como de elevada probabilidade a tomada das mais variadíssimas ações que tornem a aquisição mais onerosa e menos atrativa para o oferente.

Assim, a análise deste requisito, adicionalmente, reconduz-se à compreensão de se não obstante numa OPA Hostil ser previsível a adoção de determinados tipos de medidas - que podem consubstanciar a medidas anti-OPA -, suscetíveis de protagonizar alterações nas circunstâncias, o facto de elas serem adotadas na pendência da OPA, e desse modo o seu conhecimento efetivo não ser pré-existente a esta, possibilita a configuração da situação enquanto imprevisível³⁶. Em acréscimo, e a verificar-se a substancialidade da

³⁶ Se só na pendência da OPA determinadas limitações começam a ser incluídas, através de alteração de estatutos, ou da prática de atos de alienação de ativos, operações de fusão ou cisão etc, não obstante uma OPA hostil ser potenciadora de práticas anti-OPA, questionamos se está ou não precluída a consideração da imprevisibilidade destas situações, na medida em que não se sabia em concreto se e quais medidas iriam ser tomadas.

Uma circunstância que configura uma alteração é o surgimento de uma OPA concorrente, sendo que esta pode surgir enquanto medida defensiva – com a sociedade visada a interessar um terceiro, “white knight”, a realizar uma oferta – ou lançada espontaneamente por um interessado. MANUEL REQUICHA FERREIRA (FERREIRA, 2011), p.163, evidencia, no mesmo sentido que PAULO CÂMARA (CÂMARA, 2011) p.636, enquanto “elemento fundamental do conceito de OPA concorrente: a coexistência, no mesmo lapso temporal, de diferentes OPAs sobre os mesmos valores mobiliários emitidos por uma determinada sociedade emitente”, definindo oferta concorrente como “a OPA preliminarmente anunciada na pendência de outra OPA sobre valores mobiliários emitidos pela mesma entidade e com o mesmo conteúdo (...)” (FERREIRA, 2011) p.169.

O relevo desta referência prende-se com o facto de se, em ambos os casos, a OPA concorrente poderá ou não ser considerada uma alteração imprevisível.

alteração, se tal atribui, ao oferente, a faculdade de desvinculação (através da revogação) ou de modificação da oferta, ou se, por outro lado, os riscos inerentes à oferta abarcam esses tipos de alterações, que, a ocorrerem, em nada influem na consideração daquele contrato em equilíbrio – não espoletando a aplicação do instituto em causa.

Por outro lado, essa alteração tem que ser substancial. Segundo PAULA COSTA E SILVA, “é o mesmo que exigir que o desvio entre as circunstâncias, tal como se apresentariam perante uma evolução normal, e as circunstâncias, tal como se vêm efetivamente a verificar depois de lançada a oferta, seja muito significativo”³⁷. A relação negocial tem de ficar de tal modo desequilibrada, que a exigência da realização da prestação a que o oferente estava vinculado não seja razoável, já que essa alteração afetou a equação negocialmente estabelecida protagonizando uma rutura da justiça interna do contrato.

Neste sentido, a análise crítica a realizar quanto a alguns tipos de operações que poderão ocorrer durante a pendência da OPA que – segundo a concretização feita pelos oferentes – poderão ser suscetíveis de configurar uma “alteração imprevisível e substancial” serão objeto de uma análise casuística, tendo em linha de conta que uma OPA pode revestir diferentes naturezas, e, desse modo, isso influir no preenchimento dos pressupostos necessários.

Primordialmente, partilhamos da opinião de PAULA COSTA E SILVA (SILVA, 2003) p.141, quanto à consideração de previsibilidade do lançamento de uma oferta concorrente após o lançamento de uma oferta pública de aquisição. De facto, sendo público o lançamento da oferta será natural o aparecimento de outros interessados na aquisição do controlo societário, não se verificando, desse modo, o preenchimento de um dos requisitos para aplicação do artigo 128º do CVM.

Perante o lançamento de uma oferta concorrente é possível aos oferentes anteriores a adoção de uma de três posições: de manutenção, modificação (artigo 185-B nº1 do CVM), ou de revogação da oferta (artigo 185-B nº4 do CVM). O artigo 185º-B nº4 *in fine* ao remeter para o artigo 128º levanta a questão, tal como evidenciado por MANUEL REQUICHA FERREIRA (FERREIRA, 2011), pp. 281ss, de se o legislador quis sujeitar o exercício da faculdade de revogação aos requisitos do artigo 128º. Em linha de conta com a opinião do autor, e com o facto de considerarmos que o aparecimento de oferta concorrente não consubstancia um facto imprevisível, este preceito deve ser objeto de uma interpretação ab-rogatória, de forma a produzir o afastamento da remissão “para os termos do artigo 128º”, sob pena de a faculdade de revogação neste âmbito ser impossível de exercer.

³⁷ (SILVA, 2003), p.142. Tendo em consideração o referido que algumas das hipóteses enunciadas pelos oferentes enquanto “alteração imprevisível e substancial das circunstâncias” serem de facto medidas anti-OPA realizadas na pendência desta, a variação da intensidade das defesas, tem uma preponderante influência quanto à consideração da substancialidade da alteração. De facto, certos tipos de medidas apenas poderão provocar uma reestruturação da oferta, mas não inviabilizam a OPA ou conduzem a um aumento substancial do preço.

4) Aumento de capital

Tendo em consideração a presença de conceitos indeterminados no artigo 128ºCVM, o seu preenchimento e concretização, tal como já referido, tende a ser feito no âmbito de anúncios preliminares de OPAs pelos oferentes.

Os oferentes admitem que a adoção de deliberações pelos órgãos competentes da sociedade visada, na pendência da Oferta Pública de Aquisição, no sentido da emissão de ações ou de obrigações que confirmam direitos à subscrição ou à aquisição de ações representativas do capital social desta, configura a ocorrência de uma situação com relevo para efeitos do preenchimento do artigo 128º. De facto, em linha com o anteriormente referido, a emissão de valores mobiliários desta natureza é visualizada enquanto uma medida defensiva³⁸, configurando esta integração da hipótese no preceito legal uma tentativa de defesa contra a ocorrência destas situações.

Com efeito, neste âmbito, pretende-se uma exposição do tipo de operações jurídico-societárias que estão inerentes a essas emissões, e de que forma estas terão impacto relativamente aos interesses do oferente subjacentes à oferta.

O oferente - quando realiza a preparação da oferta e posteriormente procede ao seu lançamento -, tem subjacente determinadas circunstâncias em que a sociedade visada se encontra, e que, na verdade, auxiliaram na formulação ou potenciaram o seu interesse em contratar. Por conseguinte, a intenção é a de compreender se a realização dessas emissões tem relevo enquanto circunstância para o defraudar ou frustrar das expectativas do oferente, e então, de afastamento do seu interesse em manter-se vinculado àquela oferta em concreto, modificando-a ou revogando-a.

4.1) Emissão de ações

As ações são valores mobiliários que se traduzem numa manifestação do capital da empresa, constituindo posições de socialidade, e, como tal, configuram-se como feixes de direitos e deveres.

Esta criação de novos ativos financeiros pode ocorrer aquando da constituição da sociedade, através de uma Oferta Pública de Subscrição (art.168ºCVM), mas também

³⁸ (GUINÉ, 2009), p.43

através de um aumento do capital social da sociedade. O foco vai incidir sobre esta última operação na medida em que a análise a realizar respeita a uma aquisição das participações de uma sociedade anónima já existente.

A possibilidade de aumento do capital social resulta da lei, como forma de se dirigir às necessidades de financiamento da sociedade, para que esta esteja munida de recursos e meios financeiros que lhe possibilitem a prossecução do seu fim. O recurso a esta operação é a demonstração de que o capital social pode variar, requerendo-se a observância de determinadas exigências para o efeito. Sendo possível a modificação desta cifra, é pressuposto que se recorra a uma alteração do contrato de sociedade e que se tenha em consideração os “especiais interesses em jogo, que a operação envolve e o respetivo regime jurídico visa acautelar e tutelar”³⁹. Este é o fundamento pelo qual o seu regime se evidencia “particularmente rigoroso e exigente”⁴⁰ pois é direcionado ao incremento da proteção dos interesses de sujeitos que possam ser afetados com a operação: os sócios e os terceiros.

Pese embora esta dualidade de proteção, a atenção vai ser deslocada no sentido da compreensão das repercussões que um aumento de capital pode ter relativamente aos sócios. De facto, sendo uma participação social constituída por situações jurídicas ativas e passivas, existem certos direitos e deveres que se determinam ou variam quantitativamente de acordo com o maior ou menor peso das participações detidas por um sócio, pelo que uma modificação do capital social não lhes vai ser indiferente.

Não se pretende aqui uma extensão da proteção conferida pelo regime do aumento do capital social aos interesses de um potencial sócio, que seria o oferente. Mas sim um paralelismo, tornando claro que, se a posição socialidade de um sócio é afetada com esta variação do capital social, do mesmo modo a potencial posição na sociedade visada do oferente também o será.

Assim, enquanto oferente (e parte na formação massificada de contratos), a sua posição jurídica deve ser protegida, já que aquando do momento do lançamento da oferta, as suas motivações foram canalizadas para a obtenção de uma determinada percentagem do capital social que lhe conferisse ou reforçasse o controlo da sociedade visada. Em paralelo com a ratio que subjaz a proteção conferida pelo regime do aumento do capital

³⁹ (DOMINGUES, 2009), p.383

⁴⁰ *Ibidem*, p.383

social aos sócios de uma sociedade - o facto de alguns direitos se determinarem em função da participação social detida no capital social - também a pretendida e potencial posição de socialidade do oferente na sociedade visada carece de tutela, já que nela também se incluem potencial detenção de direitos e deveres a que a detenção de determinada percentagem do capital social não é indiferente.

Sendo que é lícito ao oferente sujeitar a eficácia da oferta a determinadas condições⁴¹, designadamente à aquisição de uma determinada percentagem do capital social, não é de descurar uma concretização do impacto que a operação referida pode ter.

Desta realidade pode-se retirar que o oferente ficará constituído perante uma necessidade de realização um esforço financeiro maior de forma a adquirir a percentagem do capital social pretendida com a sua oferta, e que, concomitantemente, lhe atribuem um determinado peso e a posição (controlo) na estrutura da sociedade.

Essa imposição é de extremo relevo já que, pese embora essa circunstância não se repercutir no exercício de alguns direitos – como por exemplo o direito de informação⁴² -, em outros será, tendo em consideração o acima afirmado, de que alguns direitos se determinam tendo em consideração da percentagem do capital social detida.

Desde logo, quer no âmbito de direitos “patrimoniais” quer no âmbito de direitos “administrativos” (que “visam habilitar o sócio a participar na orgânica da sociedade”), surgem evidentes repercussões no que diz respeito ao direito a quinhão nos lucros (art. 21º, nº1, alínea a)), e ao direito de voto (integrando no amplo direito de participação nas deliberações dos sócios, previsto no art. 21, nº1, alínea b)).

Decorre do artigo 384º nº1 que, salvo convenção estatutária em contrário (reconduzidas às possibilidades admitidas pela lei no nº2 do mesmo preceito), a regra no âmbito das sociedades anónimas é a de que a cada ação corresponde um voto. Neste sentido, e descurando neste âmbito a existência de limitações estatutárias⁴³, um aumento do capital

⁴¹ Como já referido anteriormente, dentro dos limites do artigo 124º nº3 CVM.

⁴² Direito à informação visto enquanto um direito potestativo – independentemente do montante da quota detida - dos sócios à informação dos sócios, sendo um dos princípios básicos em que assenta o CSC, e considerado como “elemento estrutural do status do sócio” – (CORDEIRO, 2012), p.144.

⁴³ É comum a sujeição da eficácia da oferta a determinadas condições, como sucedeu no âmbito do Anúncio Preliminar de lançamento de oferta pública geral e voluntária de aquisição de ações representativas do capital social do Banco BPI, S.A., por Caixa Bank, em que após na clausula 12. “à eliminação (...) da limitação à contagem ou exercício de direitos de votos em assembleia geral quando emitidos por um só acionista (...) de forma que não subsista qualquer limite à contagem ou exercício dos direitos de voto emitidos por um só acionista, diretamente ou através de representante, em nome próprio ou como representante de outro acionista.”

social na pendência da OPA poderá repercutir-se, para o oferente, na aquisição de um número de ações insuficiente - em virtude da diluição do peso das participações - para a obtenção da posição de socialidade que motivou o oferente para o lançamento da OPA.

Com efeito, não obstante no âmbito de uma sociedade anónima resultar de preceitos legais como os artigos 373º, 405º e 406º CSC, que “os administradores gozam de ampla autonomia de gestão e até de matérias reservadas”⁴⁴, sendo tal demonstrativo da nota característica deste tipo societário de dissociação efetiva entre o risco do capital (ou a propriedade, detido pelos sócios) e a direção efetiva a sociedade, e então, de uma dispensa dos administradores de consulta e de obediência aos acionistas em matérias de gestão⁴⁵ e do alheamento destes da gestão da sociedade, nem por isso a preponderância de uma influência no órgão deliberativo da sociedade é de postergar. Tendo em consideração que a mesma influência no seio da assembleia geral está intrinsecamente conexa com o montante da respetiva participação, a detenção de uma menor percentagem de capital social, diferente da inicialmente pretendida pelo oferente, será relevante, já que terá uma menor força na formação de decisões através de deliberações.

Assim, sendo uma OPA uma operação tendente à aquisição ou reforço do controlo, não será convergente com o interesse do oferente deter um peso menor na formação da vontade social no âmbito da assembleia geral⁴⁶, já que a esta pertence determinadas competências específicas. No tocante a este facto pensamos na competência exclusiva para deliberar a alteração ao contrato de sociedade⁴⁷, para anualmente deliberar sobre a aprovação do relatório de gestão, balanço e contas do exercício e sobre a aplicação dos

⁴⁴ (VASCONCELOS, 2006), p.72

⁴⁵ No âmbito de uma sociedade anónima, a assembleia geral tem uma competência específica e subsidiária (art. 373º nº2, 376º e 405º CSC) e extraordinária (art. 373º nº3 CSC).

⁴⁶ A deliberação enquanto “ato que exprime a confluência do maior número de vontades num certo sentido ou de um número de vontades superior à maioria que corresponda a um mínimo predeterminado.” (CUNHA, 2012), pp. 462 e 463

⁴⁷ “O objeto de alteração do contrato de sociedade é o próprio conteúdo do contrato, limitado às suas cláusulas, que podem ser restringidas e eliminadas, mas também tornadas mais abrangentes.” – (CUNHA, 2012), p.622. A detenção de um determinado número de participações sociais representativas do capital social releva não só para a consideração de uma assembleia como validamente constituída (quórum constitutivo) tal como decorre do art. 383º nº2 CSC, como também na votação do projeto de alteração, na medida em que dos arts. 386º nº3 e nº1 *in fine* CSC, se retira a exigência legal de uma aprovação da respetiva deliberação por dois terços dos votos emitidos.

Neste sentido, pode ser do interesse do oferente deter um determinado peso na sociedade, que lhe permita a realização de determinadas alterações contratuais, tal como variações ao capital social, modificação da estrutura orgânica, do número de administradores, a criação de direitos especiais, a mudança da sede, ou até eliminação de cláusulas que conferem ao Conselho de Administração a competência cumulativa em determinadas matérias, como é o caso da figura do aumento do capital social autorizado (arts. 85º nº1 *in fine*, 456º CSC)

resultados, apreciação do desempenho de funções pelos titulares dos órgãos de administração⁴⁸, ou mesmo para a designação dos membros do órgão de administração⁴⁹.

4.2) Emissão de obrigações convertíveis e com warrant

A circunstância invocada pelos oferentes enquanto facto que aciona a aplicação do instituto, reporta-se, por outro lado, à emissão de obrigações convertíveis em ações (art. 360º c); 365ºss CSC) e obrigações com warrant (art. 360º d); 372º-A CSC). Sendo que a deliberação da emissão⁵⁰ implica uma aprovação do aumento⁵¹ do capital social⁵²,

⁴⁸ No que diz respeito a esta competência, é de destacar os arts. 376º e 455º CSC. “É esta a sede, por excelência, de apreciação pelos sócios da qualidade da gestão da sociedade e do desempenho de cada um dos administradores.” (VASCONCELOS, 2006), p.74. Tendo em linha de pensamento as motivações do oferente à realização de uma OPA, será do seu interesse deter uma percentagem do capital significativa que lhe permita uma exteriorização da sua vontade nesta assembleia com efeitos preponderantes e decisivos, no sentido ou de uma confiança dos membros do órgão de administração, ou de desconfiança ou a sua destituição.

Na deliberação sobre a distribuição dos lucros “os sócios têm elevado grau de discricionariedade na deliberação, dentro dos limites estabelecidos pela lei” (art. 294º CSC) – (VASCONCELOS, 2006), p.93. Deste modo, reiterando o acima referido, é do interesse do oferente deter o poder de decisão nestas matérias, ora distribuindo os lucros ou constituindo reservas livres. Isto porque, a escolha entre uma retenção dos lucros, através da constituição de reservas, ou de distribuição dos mesmos, tem subjacente vantagens e inconvenientes para a sociedade e para os sócios - (VASCONCELOS, 2006) pp. 95 – 102.

⁴⁹ Não obstante poder haver uma preferência por uma manutenção dos membros do órgão de administração da sociedade visada, tal como é visível no anúncio preliminar de OPA realizado pela CaixaBank, S.A., sobre o Banco BPI, S.A., quando refere na cláusula 19 “O oferente prevê continuar a apoiar a equipa de gestão da sociedade visada depois da oferta”, em linha de conta com a realidade deste tipo societário de dissociação entre a propriedade do capital e o controlo, e de uma pretensão de controlo por parte do oferente, pode haver a intenção por parte deste de composição do órgão executivo de profissionais que sejam da sua confiança, reduzindo a margem de autonomia do órgão de administração na gestão – “é também socialmente típica, nas sociedades anónimas, a designação de gestores profissionais por conta de certos sócios – normalmente acionistas ou grupos de acionistas – cujos interesses na sociedade especialmente acautelam, de quem geralmente recebem instruções e perante quem respondem pelo exercício do cargo.” – (VASCONCELOS, 2006) p.77.

Concomitantemente, a detenção de um número de ações que lhe permita ter o controlo da vontade social será crucial para a eleição dos administradores que pretender, ou mesmo para uma alteração do contrato social, no sentido da designação dos mesmos a partir dessa via (art. 391º nº1 CSC), para a sua destituição (art. 403º CSC).

⁵⁰ A doutrina mostra-se em desacordo quanto à possibilidade de esta competência ser estatutariamente atribuída ao órgão de administração, nos termos do art.350º nº1 CSC. No sentido de que do preceito em causa e do art. 366º CSC se retira a admissibilidade de a competência para a emissão de obrigações convertíveis e com warrant (art. 372-B nº5 CSC) ser delegável estatutariamente no órgão de administração veja-se (GUINÉ, 2012) pp.930 e 931. Em sentido oposto, arguindo por uma imperatividade de uma deliberação da assembleia, (ANTUNES, 2000), (DOMINGUES, 2009) p.417 e (CASTRO, 1998) pp.168ss.

⁵¹ Trata-se de um “aumento do capital condicionado”, que, se verifica “quando a sociedade atribui a terceiros o direito de subscrição de novas ações, ficando o aumento do capital social, destinado a esse efeito, dependente e limitado ao montante que aqueles terceiros manifestarem a vontade de subscrever.” - (DOMINGUES, 2009), p.414.

⁵² (CASTRO, 1998) p.176 e GUINÉ, (GUINÉ, 2012) pp.936 e 937 e (DOMINGUES, 2009) p.418, são partidários da desnecessidade de deliberar um aumento de capital em separado, considerando que a deliberação de emissão contém já em si mesma uma deliberação de aumento do capital necessário para satisfazer os pedidos de conversão ou o exercício dos warrants. Em sentido contrário, (PIRES, 2012) – pp.982-986 -, que refere que deve ainda (para além da deliberação de emissão) ser deliberado o aumento do capital necessário.

igualmente se retira que os interesses do oferente são suscetíveis de ser afetados, na medida em que os valores mobiliários em causa contendem com a futura estrutura de participação da sociedade. Tal conclui-se, pois, a verificar-se o aumento do capital importará a diminuição da fração de capital detida pelos sócios atuais, bem como a diluição do valor económico das ações.

É suscetível de se estabelecer um paralelismo do impacto que uma emissão de obrigações neste âmbito terá nos interesses do oferente com o que foi anteriormente descrito quanto à emissão de ações.

Enquanto oferente, a sua eventual posição de socialidade irá ser afetada⁵³, não só devido ao circunstancialismo acima referido, que configurará uma diminuição da sua influência e um acréscimo de esforço financeiro para obtenção do controlo originariamente pretendido⁵⁴, como também ao facto de, na hipótese de se efetivar a aquisição da condição de sócio não obstante a operação em causa, ficar adstrito a obrigações tendentes à proteção dos interesses económicos dos obrigacionistas⁵⁵.

Estes valores mobiliários que conferem direito a subscrever capital social no futuro podem surgir no âmbito de “poison pills”. Consistem estas medidas de defesa⁵⁶, em termos amplos, “na atribuição aos acionistas (com exceção do oferente), caso ocorram determinados eventos (como o lançamento da oferta) de direitos de subscrição de ações a um grande desconto com o propósito de, no futuro e sendo aqueles direitos exercidos, se diluir enormemente a participação de quem pretende adquirir o controlo da visada.”⁵⁷.

⁵³ Pese embora o facto de, se já for sócio da sociedade ser-lhe atribuído um direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis e com warrant (art. 376º e art. 372-B/5 CSC).

⁵⁴ A pretensão de manutenção de uma posição de controlo na sociedade reconduzida à titularidade de uma determinada percentagem do capital que lhe tal lhe possibilite, ficará condicionada à eventual necessidade de aquisição por parte do oferente desses valores mobiliários.

⁵⁵ Assim, como se retira do art.º 368º CSC, a tutela do interesse patrimonial dos obrigacionistas vai conduzir a que seja vedada à sociedade emitente alterar as condições de repartição dos lucros, distribuir aos acionistas ações próprias, amortizar ações ou reduzir o capital mediante reembolso e atribuir privilégios às ações existentes.

⁵⁶ As modalidades reconduzem-se à “flip-over poison pill” ou “flip-in poison pill”. Na primeira, a sociedade visada confere aos seus acionistas o direito de adquirir ações do próprio oferente a um preço reduzido após a aquisição – com o pressuposto que de seguida se realize uma fusão ou consolidação -, proporcionando a transferência do controlo do oferente para os seus próprios acionistas. Na segunda, confere aos acionistas da empresa, mas que não estejam em processo de aquisição de ações, direitos de compra das ações da sociedade visada, a um valor inferior. – para mais desenvolvimentos veja-se (GUINÉ, 2009) pp.43-46, (LEITÃO, 2007) pp.57-76 e (CORDEIRO, 1994) pp.762ss.

⁵⁷ (GUINÉ, 2009) p.44. É uma tática utilizada pelas sociedades para prevenir ou desencorajar OPAs hostis. Deste modo, torna as ações da sociedade menos atrativas para o oferente.

Mas, e se a globalidade do acima descrito demonstra a substancialidade que a alteração de circunstâncias se pode evidenciar para o oferente, a ocorrência desta operação neste âmbito para efeitos da possibilidade de exercício das faculdades do artigo 128º CVM, tem de ser de carácter imprevisível.

O processo de uma OPA abarca uma fase tendente à preparação da oferta, sendo este o momento em que o conhecimento, entre outras, da situação jurídica da sociedade tem de ocorrer. Com efeito, a existir a aprovação de uma deliberação de aumento do capital social - ou de uma deliberação de emissão de obrigações convertíveis ou com warrant - antes do anúncio preliminar, que o oferente tinha conhecimento através da consulta das últimas deliberações da assembleia geral, ou que o deveria ter, não será legítima a invocação do artigo 128º do CVM por parte do Oferente, requerendo a integração daquela situação enquanto “alteração imprevisível e substancial”⁵⁸.

Tal como refere PAULA COSTA E SILVA “alteração imprevisível significa exigir que a evolução das circunstâncias que foram adequadamente prefiguradas pelo oferente acabam por se revelar absolutamente anómalas”⁵⁹. A ponderação quanto à aceitação de que esta operação jurídico-societária traduz o preenchimento do pressuposto da imprevisibilidade, enquanto alteração anómala para o oferente, poderá ser feita a partir do facto de que é objeto de consagração no clausulado dos anúncios preliminares de OPA o efetivo capital social da sociedade visada no momento da exteriorização da vontade pelo oferente. Tal é suscetível de nos levar a concluir que o carácter imprevisível desta operação não é afastado pelo facto de o aumento de capital ser uma prerrogativa que a Assembleia Geral não fica impedida de exercer na pendência do processo em causa.

Neste sentido, e tendo em conta que “a alteração é anormal quando não estiver coberta pelos riscos próprios do contrato”⁶⁰, quer a oferta pública de aquisição em concreto se evidencie enquanto amigável ou hostil, somos da opinião que a realização de um aumento do capital social, quer nos termos acima descritos, quer como posteriormente vai ser

⁵⁸ O mesmo raciocínio pode ser feito quanto às “poison pills”. Se estas já constarem dos estatutos da empresa no momento do lançamento da oferta, naturalmente que a sua ocorrência apesar de poder configurar uma modificação substancial, não é revestida de imprevisibilidade. Consideração oposta deverá ser feita se ocorrer uma alteração dos estatutos na pendência da OPA no sentido da inclusão deste tipo de medidas.

⁵⁹ (SILVA, 2003), p.141

⁶⁰ (ASCENÇÃO, 2005), p.634

objeto de ilustração, pode de ser considerada como um risco que o oferente não tem que suportar na sua esfera jurídica.

Neste âmbito, outra ideia pode surgir em reforço do argumento do potencial recurso ao instituto da alteração de circunstâncias do art.128ºCVM. A exigência de inalterabilidade do capital social durante a pendência da OPA poderá reconduzir-se ao instituto da pressuposição⁶¹, enquanto facto que influi na manutenção (ou não) da vontade negocial do oferente, mas que não é expressamente aposto no clausulado do contrato enquanto condição, e assim, como requisito necessário à eficácia do negócio. Não sendo expressamente consagrada no negócio uma cláusula condicional tendente à inalterabilidade do capital social, “abre-se o campo da pressuposição, havendo o problema da inutilidade do negócio de resolver-se conforme a aplicação dos institutos legais que a esta permitam dar cobertura”⁶². Assim, nestes casos, tendo em conta que a tutela conferida à vontade negocial de contraentes, tem sido remetida à resolução por alteração de circunstâncias que constituam a base do negócio, poder-se-á analisar esta possibilidade na esfera do oferente, enquanto proponente.

Outra possível forma de tutela dos interesses do oferente poderá ser equacionada através da existência de uma condição tácita, no que à invariabilidade do capital social diz respeito. Já foi referido que o relevo da inclusão de uma condição no clausulado do contrato se reporta à constituição de um requisito à eficácia do negócio⁶³. Contudo, cremos que merece elucidação o facto de a preponderância da vontade do oferente para este efeito não advir apenas da consagração numa cláusula expressamente formulada, mas também da existência de uma condição tácita. Tal possibilidade retira-se do facto de no clausulado nos anúncios preliminares de OPA ser patente não só o número de ações que vão ser objeto da oferta, como também o seu peso percentual no capital social da sociedade visada, e, correspondentemente, e conexo a tal, o capital social da mesma. Por conseguinte, a nosso ver, é suscetível de ponderação a exigência da invariabilidade do

⁶¹ “Fala-se de pressuposição quando a vontade negocial só existe ou só se mantém subordinadamente à existência de uma determinada realidade, mas este pressuposto ou requisito necessário da vontade negocial não é expressa ou inequivocamente conexionado pelos contraentes à eficácia do negócio.”- (AFONSO, 2014), p.78

⁶² (AFONSO, 2014), p.79. Na medida em que a doutrina da pressuposição nunca foi acolhida nos vários ordenamentos jurídicos, “sendo-lhe frequentemente negada autónoma relevância dogmática”, “tem sido aproximada a diversos institutos, tais como o erro sobre os motivos ou a resolução por alteração de circunstâncias”.

⁶³ “O recurso à condição visa assegurar a correspondência entre a efetividade dos interesses e a operatividade dos efeitos” - (AFONSO, 2014), p.63

capital social da sociedade visada durante a pendência da oferta pública de aquisição enquanto condição tácita, e deste modo, pressuposto da eficácia do negócio jurídico.

Subsiste ainda uma última consideração neste domínio. Em momento anterior já foi realizada a referência quando à admissibilidade pelo CVM de aposição de condições no âmbito de uma OPA, e da prática comum de sujeitar a eficácia da oferta à aquisição de determinada percentagem do capital social. De facto, uma condição como a enunciada será, abstratamente, um mecanismo tutelador do oferente no caso de um aumento do capital social que diminua o peso das ações adquiridas no capital social, para uma percentagem que não configure o seu interesse.

4.3) Aumento de capital em sociedades em relação de domínio ou de grupo

Nos tempos hodiernos, frequentemente as sociedades, movidas por interesses de índole económica, financeira, jurídica, e política⁶⁴, são protagonistas de operações de reorganização tendentes à constituição de grupos de sociedades, reconduzindo-se a um dos quatro tipos de relação de coligação taxativamente previstos no art. 482ºCSC.

O facto de a sociedade visada ser parte em uma ou mais relações de coligação pode constituir uma circunstância relevante para o oferente, ou até a motivação potenciadora do lançamento da oferta. Na realidade, a existir uma relação de domínio ou de grupo entre a sociedade visada e outras, a aquisição das participações sociais desta pelo oferente será sinónimo da reunião na sua esfera do controlo sobre um maior leque de sociedades, cuja gestão social reconduzir-se-á de acordo com a “estratégia e interesse do todo económico tal como ele vem definido pela sociedade líder do grupo”⁶⁵. Assim, tendo em consideração que a entidade sobre que incide a OPA pode ser uma SGPS de controlo, não vai ser na sociedade visada que se encontrará a maior habilitação para fazer frustrar a oferta - e de frustração dos objetivos do oferente -, mas antes nas sociedades por si controladas⁶⁶.

Um aumento do capital social das sociedades que se encontram em relação de domínio ou de grupo com a sociedade visada, na pendência da OPA, sugere-nos

⁶⁴ Para mais desenvolvimentos veja-se, (ANTUNES, 2002), pp.63ss.

⁶⁵ (ANTUNES, 2002), p.55

⁶⁶ (PEREIRA, 2000), p.189.

consubstanciar a aparência de uma alteração substancial para o oferente, que, aliado ao já referido quanto à imprevisibilidade, é passível de despoletar a aplicação do art. 128ºCVM.

Um dos instrumentos constitutivos de uma relação de domínio ou de uma relação de domínio total reporta-se à detenção de uma determinada percentagem do capital social da sociedade dependente ou totalmente dominada. Efetivamente, a referida variação do capital social é potencialmente suscetível de provocar um impacto na manutenção da relação de coligação tal e qual ela existia no momento do lançamento da oferta. Assim, a eventual diminuição da fração de capital detida pela sociedade visada⁶⁷ (na sociedade dependente ou totalmente dominada) poderá dar lugar não só à redução da intensidade da influência dominante que o oferente detém sobre a sociedade que se encontra em relação de domínio com aquela (em caso de sucesso da OPA), como até conduzir a um termo da relação de coligação instituída.

Tal como decorre da alínea a) do nº2 do art. 486ºCSC, presume-se que existe uma influência dominante, e deste modo uma relação de domínio, quando uma sociedade detém uma participação na maioria do capital de outra. Não obstante o aumento de capital não se reconduzir necessariamente ao termo da relação de domínio - derivado da manutenção da detenção de uma participação social juridicamente relevante para este efeito -, poderá ser sinónimo de um controlo menos intenso, sendo que tal terá repercussões nos casos em que a lei exige a detenção de um quórum deliberativo superior à maioria simples, evidenciando-se como um entrave à imposição da vontade social por parte do oferente. De facto, a efetivar-se a aquisição por parte do oferente da percentagem de ações que conferem o controlo da sociedade visada, e então a constituição de uma relação de domínio plural vertical, a influência que o oferente exerceria indiretamente ou mediatamente sobre as (novas) sociedades-netas por interposição da sociedade visada (sociedade-filha) seria menos intensa.

Do mesmo modo, cremos que é suscetível de também se retirar a possível consequência de termo da relação de coligação preexistente ao lançamento da OPA. A diminuição da fração de capital detida pela sociedade visada nas suas sociedades-filhas poderá significar o não preenchimento da condição de detenção de uma participação maioritária no capital - e então, o termo da relação de domínio - ou até a inadmissibilidade de manutenção da

⁶⁷ De notar que os sócios à data da deliberação de aumento têm um direito de preferência na subscrição de novas participações, em caso de aumento de capital por novas entradas em dinheiro, como resulta do art. 458 nº1 CSC.

relação de domínio total, em virtude da superveniente não detenção de uma participação totalitária - tal como se retira da alínea c) do n.º4 do art. 489.ºCSC⁶⁸.

A substancialidade que decorre de uma alteração nestes moldes será a preclusão de acesso ao oferente de vantagens financeiras e económicas inerentes à concentração empresarial, que de facto poderão ter consubstanciado as motivações para o lançamento da oferta. Designadamente, o termo de uma relação de coligação tal como acima referenciada constituirá a impossibilidade de realização pelo oferente, tal como contemporaneamente ao lançamento da oferta era pretendido, de operações de integração vertical, de integração horizontal, ou de integração conglomerada⁶⁹.

5) Fusão

Na concretização do conjunto de casos que atribuem as faculdades de modificação e de revogação da oferta contidas no art. 128.ºCVM, os oferentes referem a ocorrência de uma fusão, cisão, transformação e dissolução da sociedade visada.

Sendo certa a elucidação crítica quanto ao preenchimento dos pressupostos do art.128.ºCVM, transversal a todo o trabalho, outra questão irá emergir fruto da eventual ocorrência das operações acima referidas, no que diz respeito à possibilidade de aplicação de institutos do Direito Privado, que, a ver da factualidade jurídica, visualizamos enquanto de potencial aplicação.

Em primeiro lugar ocupar-nos-emos dos efeitos advenientes de uma fusão, de forma a que seja possível uma canalização da compreensão dos efeitos dessa operação com o impacto nos interesses do oferente, aferindo se constitui, ou não, fundamento legitimador para o exercício das faculdades de modificação e revogação da oferta contidas no preceito consagrador do instituto em análise.

⁶⁸ O não preenchimento da condição de detenção de uma participação totalitária não significa necessariamente a desaplicação total do regime das relações de coligação. De facto, poderão estar preenchidas as condições para a instituição de uma relação de domínio, nos termos do art.486.º CSC. Contudo, a substancialidade da alteração adveniente do termo da relação de domínio total, quer se constitua outra relação de coligação quer não, está diretamente conexa com o facto de o oferente ficar carecido das especificidades do poder de direção adveniente da detenção de uma participação totalitária, “virtualmente ilimitado e absoluto sobre todas as áreas de governo e atividade da sociedade totalmente dominada”, concretizado no poder de emitir instruções vinculativas para o órgão de gestão da sociedade totalmente dominada, e, sendo sócia única, no poder de decisão soberana no âmbito das deliberações sobre matérias de competência da Assembleia Geral e de destituição e designação dos membros dos respetivos órgãos de administração e fiscalização. – para mais desenvolvimentos veja-se (ANTUNES, 2002) pp.890ss.

⁶⁹ (ANTUNES, 2002), p.63 e 64.

Do art. 97º CSC não se retira uma definição legal e unitária de fusão, sendo que para tal tem-se recorrido a concretizações do conceito desenvolvidos pela doutrina⁷⁰. No seguimento de RAÚL VENTURA, “a essência da fusão de sociedades consiste em juntar os elementos pessoais e patrimoniais de duas ou mais sociedades preexistentes, de tal modo a que possa existir uma só sociedade”⁷¹. Portanto, configura um processo de concentração de sociedades, em que se procede ao agrupamento dos seus elementos patrimoniais e pessoais numa única estrutura societária⁷².

O nº4 do art. 97º CSC, contudo, concretiza esta operação com a indicação de duas modalidades, a fusão por incorporação⁷³ e a fusão por constituição de uma nova sociedade⁷⁴. Os elementos essenciais da fusão retiram-se do preceito, correspondendo às suas duas dimensões. Se por um lado a fusão se traduz na reunião de uma ou mais sociedades numa única estrutura societária, com transmissão global do património⁷⁵, compreendendo uma dimensão objetiva, por outro, a aquisição da qualidade de sócio na sociedade incorporante ou na nova sociedade por parte dos sócios das sociedades que extinguem, traduz a dimensão subjetiva da operação.

Para a compreensão das repercussões que uma fusão pode ter relativamente ao interesse do oferente em manter-se vinculado aquela oferta, impera a análise dos efeitos que dela decorrem, que, pelo art. 112º CSC se retira que dizem respeito às duas dimensões acima assinaladas⁷⁶.

⁷⁰ (VENTURA, 1990), p.14

⁷¹ *Ibidem*, pp.14 e 15.

⁷² “Constitui o instrumento por excelência da chamada concentração empresarial 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 na pluralidade, identificada pela integração das empresas em estruturas económicas mais vastas, de onde resulta a sua perda de autonomia económica e a subordinação a uma direção unitária, com manutenção da autonomia jurídica e patrimonial, cujo modelo operativo encontramos especialmente no grupo de sociedades” - (MARQUES, 2012), p.159. Para entendimento da distinção entre a operação de fusão da de constituição de grupo societário, designadamente quanto ao processo de constituição e efeitos, veja-se (ANTUNES, 2002), pp.84ss.

⁷³ Nesta modalidade, a que corresponde a alínea a) do nº4 do art.97º CSC “uma ou mais sociedades, denominadas incorporadas, transferem a totalidade do seu património para outra sociedade preexistente, denominada incorporante. Esta última mantém a sua individualidade jurídica, absorvendo o património transferido e acolhendo na sua estrutura os sócios das sociedades incorporadas os quais adquirem uma participação social” - (GONÇALVES, 2012), p.338

⁷⁴ Também denominada fusão por concentração, encontra-se prevista na alínea b), do nº4 do art. 97º CSC. Nesta, as sociedades participantes (fundidas), extinguem-se, sendo a fusão constitutiva da (nova) sociedade beneficiária. Tal como evidenciado por (GONÇALVES, 2012), p.338 “a constituição ocorre no próprio processo da fusão e por efeito da mesma” sendo que “a constituição de uma nova sociedade, em momento anterior à fusão, ainda que unicamente destinada ao processo em causa, configuraria um caso de fusão por incorporação”

⁷⁵ *Ibidem*, p.337

⁷⁶ (GONÇALVES, 2012), p.412

Esses efeitos, que se produzem com a inscrição da fusão no registo comercial - natureza constitutiva do registo -, reconduzem-se à: a) extinção da(s) sociedade(s) incorporada(s) ou de todas as sociedades a fundir (no caso de constituição da nova sociedade)⁷⁷; b) Transmissão da globalidade do seu ativo e passivo para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade – transmissão universal das relações patrimoniais; c) Aquisição da qualidade de sócio da sociedade incorporante ou da nova sociedade, pelos sócios das sociedades extintas – transmissão das relações organizativo-societárias.

Quer se entenda que a fusão produz uma extinção da(s) sociedade(s) em sentido próprio ou visualizando-se o escopo da fusão enquanto alheio à extinção, mas como ato enquanto modificativo das sociedades⁷⁸, o primar do principio da estabilidade da oferta - não concedendo ao oferente o exercício das faculdades do art. 128ºCVM - conduzirá à vinculação do oferente a uma proposta, ou cujo objeto já não existe ou o que atualmente é diferente do existente no momento do lançamento da oferta, respetivamente.

Se a sociedade visada se incorpora em outra ou se integra num processo de constituição de uma nova, de acordo com a primeira corrente, extingue-se, desaparece a sua personalidade coletiva, na medida em que outra sociedade (incorporante ou nova sociedade) sucede universalmente no seu património. Ocorrendo, em consequência, a extinção das participações dos sócios de sociedade visada, e sendo o objetivo da OPA as

⁷⁷ E constituição da nova sociedade, no caso da fusão por constituição.

⁷⁸ Existem duas grandes dimensões dogmáticas no que diz respeito ao entendimento da questão da extinção da sociedade fundida ou incorporada. A teoria da sucessão universal - defendida por (VENTURA, 1990) pp.228ss – e a teoria do ato modificativo das sociedades, perfilhada por PINTO FURTADO E COSTA GONÇALVES. Quanto à primeira, a fusão é configurada enquanto um fenómeno de sucessão universal, em que ocorre a extinção das sociedades incorporadas (fusão por incorporação) ou de todas as participantes (no caso de fusão por constituição de nova sociedade), “em que a unificação do substrato material das sociedades participantes na fusão realiza-se através da transmissão, a título universal, do património da(s) sociedade(s) extinta(s) para a sociedade resultante” – (MARQUES, 2012), p.291 – extinguindo-se as respetivas participações dos sócios dessas sociedades, recebendo em troca novas participações sociais. A ver de RAÚL VENTURA, estará aqui em causa uma aquisição originária, em que simultaneamente à extinção das participações sociais, os sócios adquiririam a título originário novas participações na sociedade incorporante ou na nova sociedade - duplo efeito extintivo e constitutivo da fusão. Diversamente, na segunda teoria, posterga-se que ocorra uma extinção das sociedades intervenientes, reforçando o entendimento, na linha de doutrina italiana e francesa, da fusão enquanto um ato modificativo de sociedades, em que cessa a autonomia jurídica destas (natureza transformadora do instituto). Concomitantemente, tratando-se de um ato modificativo, não só é improcedente a tese da sucessão universal, pelo que os direitos e obrigações surgem na titularidade da sociedade incorporante ou da nova sociedade, não devido a se terem transmitido, mas porque as esferas jurídicas societárias se reuniram numa nova unidade, mas também, no que aos efeitos pessoais diz respeito, os sócios não adquirem uma nova participação social (por via da aquisição originária), “a sua participação social a mesma, antes e depois da fusão, mas desta sorte referente à sociedade beneficiária do processo de modificação em causa” – (GONÇALVES, 2012) p.415. Para mais desenvolvimentos veja-se (FURTADO, 2012) pp.154 e 155; (MARQUES, 2012) pp.319ss; (VENTURA, 1990) pp.228ss.

ações da sociedade, a oferta incidirá sobre títulos representativos do capital social que já não existem.

Do mesmo modo, concebendo a fusão enquanto um ato modificativo das sociedades, limitando o efeito extintivo à cessação da autonomia jurídica das sociedades incorporadas ou fundidas, em que ocorre uma reunião dos elementos patrimoniais e pessoais dessas na sociedade incorporante ou na nova sociedade, a sociedade visada, tal como originariamente configurada, já não existe. As participações sociais dos sócios apesar de manterem a mesma identidade antes e após a fusão, de acordo com a segunda teoria, reportam-se à detenção de uma posição de socialidade diferente da pretendida pelo oferente. Uma eventual vinculação à oferta, e sucesso da mesma, conferiria controlo sobre uma sociedade (a incorporante ou beneficiária) que não a que conduziu ao lançamento da OPA, ou espelhará uma modificação da sua proposta - dirigida a ações de outra sociedade - sem que para isso tenha consentido.

Neste sentido, quer na interpretação dos efeitos se seja partidário da teoria da sucessão universal, quer da teoria do ato modificativo das sociedades envolvidas, uma operação de fusão conflitua com os interesses do oferente, podendo-se equacionar o acima descrito enquanto suficiente para a caracterização como alteração substancial, enquanto facto conducente a um desvio significativo entre a evolução das circunstâncias representada no momento do lançamento da oferta e depois deste.

A imprevisibilidade tem que ser aferida mais cuidadosamente, no sentido de se saber se a deliberação da fusão já tinha ocorrido à data do lançamento da oferta, pois tal será demonstrativo da existência ou não de uma expectativa de a fusão ocorrer, o que é crucial para a aplicação do instituto. Já tendo sido deliberada, a operação não é imprevisível, e, portanto, não despoleta a aplicação do instituto.

Contudo, sendo que a sociedade objeto da OPA já não existe (nos dois sentidos acima referidos) - as respetivas ações, que serviram de base ao negócio -, cremos que, mesmo neste caso, que a oferta não se poderá manter em vigor, por impossibilidade superveniente do objeto.

O preenchimento dos pressupostos legalmente exigíveis para a aplicação do art.128ºCVM conduzem à possibilidade de exercício alternativo de duas faculdades. Mas não nos parece que neste caso seja possível a atribuição dessas prerrogativas ao oferente, na medida em que o objeto da OPA desaparece. Em consequência, não será possível a

atribuição de faculdades - de modificação, revogação, ou até de preferência pela manutenção da oferta nos moldes atuais - relativamente a um negócio que se revela impossível, pelo que cremos que esta situação se caracteriza como estando fora do âmbito de aplicação do preceito.

Por conseguinte, perante esta conjuntura fáctica, consideramos aplicável o art.790ºCC. De facto, há uma impossibilidade superveniente objetiva do negócio, não imputável ao oferente, e que tem como consequência a extinção da obrigação.

6) Cisão

A cisão, enquanto operação jurídico-societária, configura “um processo de reestruturação de sociedades que se caracteriza pela separação de partes do elemento patrimonial das sociedades envolvidas destinadas à sua autonomização em centros de imputação jurídica”⁷⁹.

Os efeitos de uma cisão, na medida em que se traduzem em modificações no substrato patrimonial e pessoal da sociedade visada, quer esta se apresente enquanto sociedade cindida quer enquanto sociedade beneficiária, são potenciadores de conflitualidade com os interesses do oferente. Visualizando a sociedade visada enquanto “sociedade cindida”, quer o processo de divisão do património social seja parcial (cisão-parcial) quer seja total (cisão-total), a alteração do elemento patrimonial em ambos os casos consubstancia uma descaracterização daquela sociedade tal como existente no momento do lançamento da oferta.

Na primeira situação, em que o património destacado se destina à constituição de uma outra sociedade - sociedade beneficiária (cisão-simples)⁸⁰- ou à fusão com uma sociedade já existente a constituir por iguais processos (cisão-parcial fusão)⁸¹, apesar de a sociedade continuar a existir juridicamente, e nesse mesmo sentido, também as suas ações - o objeto da oferta -, “apenas” fica com o património não destacado na sua esfera jurídica. Uma obrigatoriedade de permanência da situação jurídica passiva de oferente, adstrito a uma oferta sobre ações que atribuem o controlo de uma sociedade com um substrato patrimonial diferente (mais reduzido) do contemporâneo ao momento do

⁷⁹ (GONÇALVES, 2012), p.474

⁸⁰ Art.118 nº1 al. a) CSC.

⁸¹ Art.118º nº1 al. c) CSC. Veja-se, (GONÇALVES, 2012), p.475.

lançamento - sem atribuir a faculdade de modificar a oferta para termos proporcionais com o impacto da operação, ou de a revogar - é suscetível de constituir um desequilíbrio contratual desfavorável ao oferente, pese embora este possa ser mais ou menos intenso, consoante o relevo para este dessa operação de separação patrimonial.

Em caso de cisão total⁸², a sociedade visada extingue-se juridicamente, e, desse modo, as suas participações sociais. Com esta operação, a oferta incidirá sobre um objeto - as ações da sociedade visada, entretanto totalmente cindida - inexistente, constituindo-se com esta alteração uma impossibilidade superveniente do objeto do negócio, em moldes e com consequências legais equivalentes ao acima considerado quanto à fusão.

A verificação desta operação jurídica-societária na pendência da OPA reclama também a visualização da sociedade visada enquanto beneficiária de uma cisão.

Desde logo, a sociedade visada poderá assumir essa posição quer no caso de uma cisão-parcial fusão por incorporação quer no caso de cisão-total, seguindo-se uma fusão por incorporação, com o património objeto da separação patrimonial a fundir-se com ela. As modificações na esfera jurídica da sociedade beneficiária vão-se reportar não só à ocorrência de uma transmissão de património - com assunção de direitos e obrigações -, mas também a um aumento do capital social, necessário à obtenção de participações sociais para atribuir aos sócios da sociedade cindida.

Tal terá impacto relativamente à potencial posição de sócio que o oferente poderá assumir. Primordialmente, a eventualidade de sucesso da OPA poderá ser sinónimo da assunção de obrigações que não as que a sociedade visada originariamente detinha na sua esfera jurídica no momento do lançamento da oferta, dada a transmissão do património ocorrida com a cisão. Em acréscimo, um aumento do capital social⁸³ terá as repercussões já descritas, reconduzindo-se a uma necessidade de um maior esforço financeiro por parte do oferente para a obtenção da percentagem de capital social que referente ao controlo pretendido.

⁸² “A sociedade cindida extingue-se, sendo dividida a totalidade do seu património em duas ou mais partes destinadas a constituir novas sociedades (cisão-dissolução) ou a ser fundidas em sociedades já existentes (cisão-fusão)” - (GONÇALVES, 2012), p.475.

⁸³ “o aumento de capital da sociedade beneficiária preexistente, constituindo um dos fatores da operação conjunta a que o projeto se reporta, será aprovado, não autonomamente, mas pela própria deliberação que aprova o projeto, do qual constitui parte integrante” - (VASCONCELOS, 2001), p.256

7) Transformação

A transformação, diferentemente das operações acima descritas, não constitui um meio a partir do qual ocorre uma alteração do substrato patrimonial e pessoal da sociedade. Nesta, “participa apenas uma sociedade, que muda a sua forma de organização jurídica, subsistindo incólume, com os mesmos sócios e com o mesmo património”⁸⁴. Daqui decorre a afirmação de que neste âmbito vigora o princípio da identidade, caracterizada pela “continuidade económica da entidade, permanecendo antes e após a transformação a mesma empresa, sem que haja transmissão de património pela via da sucessão universal, extinção da anterior entidade e constituição de nova entidade jurídica”⁸⁵, e mantendo-se o conjunto de sócios titulares com participação na entidade”⁸⁶.

Acompanhando a nota característica da manutenção da personalidade jurídica da sociedade transformada - no caso da transformação simples ou formal -, está a alteração da forma jurídica da estrutura societária, e, deste modo, a aplicação de um regime jurídico-societário distinto.

A descontinuidade jurídica, produzida pela alteração da forma jurídica da sociedade estará no cerne da potencialidade conflituosa da transformação com os interesses do oferente. Tal espelhará, designadamente, a sujeição a um regime de responsabilidade diferente, de mudanças na estrutura organizatória interna e da espécie e regime de transmissão de participações sociais.

A transformação da sociedade visada (enquanto sociedade anónima) em sociedade em nome coletivo evidencia-se, por um lado, como o reflexo da possibilidade de sujeição do oferente - enquanto potencial detentor de participações sociais - a um regime de responsabilidade solidária, ilimitada e subsidiária pelas dívidas sociais (art.175°CSC). Por outro lado, não convergente com as pretensões do oferente será não só a substituição de ações por partes sociais, que traduz a proibição de serem emitidos títulos representativos

⁸⁴ (MARQUES, 2012), p.479

⁸⁵ Nesta definição está-se a tomar como referência a transformação simples/formal, que constitui a modalidade regra. Contudo, excepcionalmente, no nº3 do art.130°CSC é admitida outra modalidade, a transformação extintiva, em que, por vontade dos sócios, se extingue a personalidade jurídica da sociedade, seguindo-se a constituição de uma nova sociedade, ocorrendo uma transmissão a título universal do património da sociedade extinta (art.130º/3 e 6 CSC). Nesta segunda modalidade, ocorrendo a extinção da sociedade, extinguem-se também as participações sociais respetivas, pelo que, a nosso ver, e tendo em conta a orientação seguida quanto à fusão e cisão, tal facto traduz-se numa impossibilidade superveniente do objeto do negócio.

⁸⁶ (MARQUES, 2012), pp.479 e 480.

de partes sociais (art.176º/2 CSC), constituindo um entrave à negociação e transmissão da participação social⁸⁷, como também a concentração do poder na coletividade de sócios (art. 189º/3 CSC).

A circunstância de uma transformação em sociedade por quotas, não obstante não colocar o oferente perante um tipo societário com uma responsabilidade ilimitada, denota diferenças de regime, já que onera os sócios perante uma responsabilidade solidária por todas as entradas convencionadas no contrato social. Tal diverge do regime de responsabilidade das sociedades anónimas, em que os sócios só respondem pelas próprias entradas - art.271º CSC. Do mesmo modo, existem maiores entraves à transmissão das participações sociais, na medida em que, como se retira do art.228º/2 CSC, a eficácia da cessão de quotas depende, em regra, de consentimento da sociedade - apesar de poder haver uma derrogação deste regime, no sentido de maior ou menor restrição⁸⁸. Em adição, é reflexo do postergar da característica típica das sociedades anónimas, de separação entre a propriedade e controlo e alheamento dos sócios da gestão da sociedade, já que, como dispõe art.259º/1 CSC, “o exercício dos poderes próprios dos gerentes obedece a um princípio de subordinação às deliberações dos sócios”⁸⁹.

Assim, é na mudança da roupagem jurídica da sociedade que se encontra o facto substancialmente defraudador dos interesses do oferente.

Contudo, apesar de toda a análise realizada ser, a nosso ver, fundamentadora do exercício das faculdades de modificação e revogação da oferta contidas no art.128º CVM, a exigência legal requerida de incidência do lançamento de OPA sobre valores mobiliários, é passível de concluir que a verificação de uma transformação societária na pendência da oferta pública de aquisição não reclama a aplicação do instituto.

As ofertas públicas de aquisição são propostas dirigidas ao público para aquisição de valores mobiliários. Uma operação de transformação, produzindo uma modificação da estrutura jurídica da sociedade, e a sujeição ao regime jurídico do novo tipo social, traduz uma alteração da espécie de participações sociais detidas pelos sócios. A ocorrer uma

⁸⁷ De facto, o escopo do preceito (tal como do restante regime jurídico) vai de encontro ao carácter pessoal deste tipo societário, de criação de dificuldades à entrada de novos sócios - tal como é aferível pelas limitações à transmissão das partes sociais, disposto no art.182º/1 CSC.

Também merece referência a existência de uma proibição de emissão de obrigações, como decorre do art. 348º/1 CSC. Este facto, enquanto consequência da nota caracterizadora deste tipo societário, constitui um forte entrave ao financiamento através de capital alheio.

⁸⁸ Para mais desenvolvimentos, veja-se (MAIA, 2014) pp.22ss.

⁸⁹ (SANTO, 2000), p.373

substituição das ações da sociedade visada em participações sociais diferentes correspondente ao novo tipo societário, a OPA passará a não incidir sobre valores mobiliários, tornando-se um negócio objetivamente impossível de realizar, tendo como consequência a extinção, enquanto decorrência de uma impossibilidade superveniente, legal do objeto da OPA.

8) Dissolução

A consideração da ocorrência da dissolução da sociedade visada enquanto circunstância juridicamente relevante para a modificação ou revogação pelo oferente da oferta pública de aquisição advém do facto de essa operação constituir “um pressuposto para a extinção da sociedade e a primeira fase do processo que conduz a essa extinção”⁹⁰.

A sociedade não deixa de existir com o ato de dissolução, na medida em que este tem como efeito central “em regra, a entrada imediata da sociedade na segunda fase desse ato complexo: a liquidação, tal como expressamente previsto no n°1 do art.146°CSC”⁹¹, sendo com o registo da liquidação que se irá proceder ao encerramento da liquidação e extinção da personalidade jurídica da sociedade⁹².

Nesta linha de ideias, a verificação de certos factos jurídicos⁹³ que tenham como efeito a dissolução da sociedade visada, poderão constituir fundamento bastante para o espoletar da aplicação do instituto do art.128°CVM, precisamente porque tais factos conduzirão à “modificação da relação jurídica”⁹⁴ constituída pelo contrato de sociedade, consistente em ela entrar na fase de liquidação”, que, como acima referido, tem o escopo final de extinção desta.

Uma eventual preclusão do oferente do exercício das faculdades de modificação ou de revogação da oferta no momento da dissolução, e manutenção da vinculação assumida, serão suscetíveis de conduzir à previsão da superveniente consideração do negócio jurídico em causa como impossível, enquanto consequência jurídica da extinção das

⁹⁰ (COSTA, 2012), p.564

⁹¹ *Ibidem*, p.564

⁹² A sociedade dissolvida mantém a personalidade jurídica durante a liquidação, tal como refere o n°2 do art.146°CSC.

⁹³ Para mais desenvolvimentos, veja-SE (CUNHA, 2012), pp.868ss e (COSTA, 2012), pp.567ss.

⁹⁴ Enquanto partidários da dissolução enquanto facto que opera a modificação da situação ou estatuto da sociedade, veja-se (COSTA, 2012) pp.563 e 564 e (VENTURA, 1987), pp.325ss.

participações sociais da sociedade - e então, impossibilidade superveniente do objeto do contrato, e extinção deste -, decorrente da extinção da personalidade jurídica coletiva.

9) Incumprimento do art.182ºCVM

O incumprimento dos deveres do órgão de administração previstos no art.182ºCVM, surge também como uma situação cuja verificação, a ver dos oferentes, consubstancia a aplicação do art.128ºCVM. Este preceito reporta-se à limitação dos poderes do órgão de administração durante a pendência da OPA, designadamente a partir do momento em que tome conhecimento⁹⁵ da decisão de lançamento da oferta pública de aquisição, que, nos termos do nº2 do referido preceito, se equipara esse conhecimento à receção por parte da sociedade visada do anúncio preliminar.

A partir desse momento até à conclusão do processo, a inibição vai incidir sobre os “atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal desta e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente”, sendo que, para este efeito, na alínea b) do nº2 procede o legislador a uma enumeração exemplificativa dos atos que poderão despoletar a aplicação do artigo.

Daqui se retira que a ratio do regime jurídico, em parte, se reconduz a uma proteção dos interesses do oferente, “que terá interesse no êxito da OPA e que a sociedade visada não aliene o seu património, nem dilua o valor das ações”⁹⁶.

A ponderação quanto à concessão das prerrogativas advenientes do preenchimento dos pressupostos legalmente exigidos para aplicação do art.128ºCVM, advém, primordialmente, da consideração de que o incumprimento do dever de inibição pelo órgão de administração poderá conduzir, através do aumento de capital, a uma alteração da estrutura de capital da sociedade visada, e concomitantemente, todo o impacto decorrente dessa operação já ilustrado em momento anterior.

Se uma consideração do acima referido enquanto alteração substancial poderá ser realizada, parece-nos que será convergente com esse raciocínio a celebração de contratos que visem a alienação de parcelas importantes do ativo social pelo órgão de

⁹⁵ Para mais desenvolvimentos quanto à clarificação do que se entende pelo momento da tomada do conhecimento da decisão de lançamento da OPA, veja-se (PEREIRA, 2000), pp.182 a 188.

⁹⁶ (ALMEIDA, 2013), p.209

administração, em desvirtuo da ratio da norma de prevenir a ocorrência de situações de “venda das joias da coroa”.

De facto, tendo em consideração que “por objetivos do oferente não devemos entender apenas os objetivos imediatos da aquisição reveláveis com o prospeto da OPA, uma vez que também devem ser defendidos os objetivos implícitos da oferta”⁹⁷, a ocorrência das situações acima descritas poderá ser mesmo potenciador do defraudar dos interesses do oferente subjacentes ao lançamento da oferta.

No que diz respeito à imprevisibilidade da alteração, urge a questão de se este incumprimento está abrangido pelos riscos próprios do contrato. Tem sido transversal a este trabalho a constatação de que os riscos de um contrato podem figurar-se enquanto mais amplos ou restritos, afetando, desse modo, o carater mais ou menos previsível de determinada circunstância.

Assim, o preenchimento deste pressuposto não é revestido de facilidades, pelo que, a nosso ver, terá que ser aferido casuisticamente tendo em conta as características concretas da OPA. No caso de uma oferta hostil, em que é patente a oposição do órgão de administração ao sucesso da mesma, maiores são os riscos da ocorrência de medidas que tornem a aquisição mais onerosa ou menos atrativa, e então, maior a tendência para ao incumprimento da inibição - maior previsibilidade de alterações, diversamente do que ocorrerá no seio de uma oferta amigável.

Contudo, o raciocínio realizado denota a perigosidade de premiar o incumprimento da norma legal em causa - considerando-o por vezes previsível -, podendo vedar o oferente de exercício de faculdades que lhe permitam ou reequilibrar o contrato ou desonerar-se de uma vinculação a uma proposta que não subjaz o seu interesse - já que tratar-se-ia da aquisição de ações que conferem o controlo de uma sociedade que não tem as características que motivaram o seu interesse.

O entendimento, tal como tem sido feito em relação a outras hipóteses, de que a situação em causa não está abrangida pelo âmbito de aplicação do art.128ºCVM, e a ponderação de aplicação do Direito Privado, é por nós concebida enquanto passível de discussão.

⁹⁷ (PEREIRA, 2000), p.196

O incumprimento do dever de inibição que onera o órgão de administração, preenchidas as exigências do preceito, embora não torne o objeto do contrato impossível, descaracteriza-o, pelo que, na eventualidade de aceitação da oferta por parte dos seus destinatários, as ações adquiridas não conferirão o controlo sobre a sociedade visada tal e qual ela se encontrava no momento do anúncio de lançamento. Por conseguinte, a prestação de entrega das ações objeto da oferta, com a aceitação, não irá ser realizada nos termos em que foi convencionada. Não obstante, a impossibilidade de tal realização não decorre de um comportamento dos destinatários da oferta, mas sim da violação do dever de omissão de determinados atos por parte do órgão de administração. Sendo estes, sujeitos passivos dessa obrigação, incumprindo-a, inviabilizam a realização do contrato tal como ele foi convencionado, pelo tal poderá motivar a resolução do mesmo.

10) Conclusão

A assunção da situação jurídica passiva de oferente ocorre tendo em consideração uma conjuntura circunstancial contemporânea ao momento do lançamento da oferta. A formação da vontade de obtenção do controlo de uma determinada sociedade - através da aquisição dos seus respetivos valores mobiliários - decorre das suas características existentes no momento da exteriorização da vontade inequívoca de contratar.

O art.128ºCVM postula mecanismos de tutela do oferente quando no decorrer do processo da OPA certos tipos de situações denotem potencialidades de defraudar os interesses deste.

A análise crítica realizada ao conjunto de situações escolhidas de entre inúmeras pelos oferentes consideradas enquanto aptas a preencher os pressupostos que despoletam a aplicação do preceito, leva-nos a concluir que em algumas delas postergar que o oferente possa alicerçar a sua defesa recorrendo ao instituto da alteração de circunstâncias seria esvaziá-lo de mecanismos de tutela do seu interesse, e proceder à construção de um fosso entre as partes, e, deste modo, ao desequilíbrio das suas posições contratuais.

Contudo, a análise casuística realizada conduz-nos à consideração que, sendo a aplicação do instituto meramente potencial, a factualidade jurídica suscita também o recurso a determinados institutos do Direito Privado. Por conseguinte, cremos que a consideração de que certas situações estarão fora do âmbito de aplicação do art.128ºCVM não deverá deixar de ser ponderada, e assim, a tutela da posição contratual do oferente decorrente do desvio entre a realidade atual ao momento do lançamento e a superveniente, ser realizada através do Direito Privado.

Bibliografia

Afonso, A. I. d. C., 2014. *A Condição: reflexão crítica em torno de subtipos de compra e venda*. Porto: Universidade Católica.

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

Antunes, J. A. E., 2000. *Wandel- und Optionsanleihen in Portugal*. Berlim: Walter de Gruyter.

Antunes, J. A. E., 2002. *Os grupos de sociedades: estrutura e organização Jurídica da empresa plurissocietária*. 2ª ed. Coimbra: Almedina.

Ascensão, J. d. O., 2005. Onerosidade excessiva por "Alteração das circunstâncias". Em: *Revista da Ordem dos Advogados (Ano 65)*. Lisboa: Ordem dos Advogados, pp. 625-675.

Câmara, P., 2011. As ofertas públicas de aquisição. Em: *Aquisição de Empresas*. 1ª ed. Coimbra: Coimbra Editora, pp. 157-210.

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

Castro, C. O. d., 1998. *Valores mobiliários: conceitos e espécies*. 2ª ed. Porto: Universidade Católica Portuguesa.

Cordeiro, A. M., 1994. Da tomada de Sociedades (takeover): Efetivação, valoração e técnicas de defesa". Em: *Revista da Ordem dos Advogados (Ano 54)*. Lisboa: Ordem dos Advogados.

Cordeiro, A. M., 2000. *Tratado de Direito Civil Português*. 2ª edição ed. Coimbra: Almedina.

Cordeiro, A. M., 2010. *Tratado de Direito Civil Português*. Coimbra: Almedina.

Cordeiro, A. M., 2012. Comentário ao art.21ºCSC. Em: *Código das Sociedades Comerciais Anotado*. 2ª ed. Coimbra: Almedina.

Costa, R., 2012. Comentário ao art.141ºCSC. Em: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Coimbra: Almedina.

Cunha, P. O., 2012. *Direito das sociedades comerciais*. 5ª ed. Coimbra: Almedina.

Domingues, P. d. T., 2009. *Variações sobre o capital social*. Coimbra: Almedina.

- Ferreira, M. R., 2011. OPA Concorrente. Em: *Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, pp. 135-502.
- Furtado, P., 2012. *Código das Sociedades Comerciais Anotado*. 6ª ed. Lisboa: Quid Juris.
- Gonçalves, D. C., 2012. Comentário ao art.112ºCSC. Em: *Código das Sociedades Comerciais Anotado*. 2ª ed. Coimbra: Almedina.
- Gonçalves, D. C., 2012. Comentário ao art.118ºCSC. Em: *Código das Sociedades Comerciais Anotado*. 2ª ed. Coimbra: Almedina.
- Gonçalves, D. C., 2012. Comentário ao art.97ºCSC. Em: *Código das Sociedades Comerciais Anotado*. 2ª ed. Coimbra: Almedina.
- Guiné, O. V., 2009. *Da conduta (defensiva) da administração "opada"*. Coimbra: Almedina.
- Guiné, O. V., 2012. Comentário ao art.366ºCSC. Em: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Coimbra: Almedina.
- Leitão, L. M. T. d. M., 2007. As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil. Em: *Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, pp. 57-76.
- Maia, P., 2014. Estudos de direito das sociedades. Em: 11ª ed. Coimbra: Almedina.
- Marques, E., 2012. Comentário ao art.112ºCSC. Em: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Coimbra: Almedina.
- Marques, E., 2012. Comentário ao art.130ºCSC. Em: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Almedina: Coimbra.
- Marques, E., 2012. Comentário ao art.97ºCSC. Em: *Código da Sociedades Comerciais em Comentário*. s.l.:Almedina.
- Mata, J., 2013. *Economia da empresa*. 8ª ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian.
- Matos, P. V. & Rodrigues, V., 2000. *Fusões e Aquisições: motivações, efeitos e política*. Cascais: Principia.
- Pacheco, L. K., s.d. *Reestruturação empresarial - Glossário*. s.l.:s.n.
- Pacheco, L. K., s.d. *Sebenta de Finanças Empresariais - Custo do Capital*. s.l.:s.n.
- Pereira, J. B., 2000. Limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA. Em: *Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora.

Pires, F. d. A., 2012. Comentário ao art.366ºCSC. Em: *Código das Sociedades Comerciais Anotado*. Coimbra: Almedina.

Santo, J. E., 2000. *Sociedades por quotas e anónimas: vinculação - objeto social e representação plural*. Coimbra: Almedina.

Silva, P. C. e., 2003. Oferta pública e alteração de circunstâncias. Em: *Direito dos Valores Mobiliários*. Lisboa: Coimbra Editora, pp. 127-146.

Vasconcelos, J., 2001. *A Cisão de sociedades*. Lisboa: Universidade Católica.

Vasconcelos, P. P. d., 2006. *A participação social nas sociedades comerciais*. 2ª ed. Coimbra: Almedina.

Vasconcelos, P. P. d., 2012. *Teoria Geral do Direito Civil*. 7ªedição ed. Coimbra: Almedina.

Ventura, R., 1987. *Dissolução e liquidação de sociedades (Comentário ao Código das Sociedades Comerciais)*. 2ªReimpressão ed. Coimbra: Almedina.

Ventura, R., 1990. *Fusão, cisão, transformação de sociedades (Comentário ao Código das Sociedades Comerciais)*. Reimpressão da 1ªEdição ed. Coimbra: Almedina.