

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

ESCOLA DE LISBOA



**UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA**

**A DERROGAÇÃO DA OBRIGAÇÃO DE LANÇAMENTO DE OFERTA
PÚBLICA DE AQUISIÇÃO EM CASO DE FUSÃO – O CASO NOS**

INÊS DI GIOVINE FERNANDES FREIRE DE ANDRADE

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO

MESTRE JORGE BRITO PEREIRA

LISBOA

SETEMBRO DE 2018

MODO DE CITAR E OUTROS ESCLARECIMENTOS

1. Os títulos dos livros (monografias e obras coletivas) aparecem em itálico.
2. Na bibliografia geral, os títulos dos textos integrados em revistas e em obras coletivas aparecem entre aspas, em caracteres normais.
3. Os nomes das revistas aparecem em itálico.
4. No corpo do texto, os títulos dos textos integrados em revistas e em obras coletivas aparecem em itálico.
5. Os títulos dos restantes textos, artigos ou estudos disponíveis *online* aparecem em itálico.
6. No corpo do texto, a referência às obras citadas é realizada através da indicação do apelido, seguido do nome próprio do autor, e do título do livro ou do texto integrado em revista ou obra coletiva ou disponível *online*. Os restantes elementos bibliográficos poderão ser consultados na bibliografia geral.
7. A citação das obras é seguida dos números indicativos das páginas para as quais se remete.
8. No corpo do texto, em regra, referir-nos-emos ao autor usando apenas o seu apelido.
9. Salvo declaração expressa em contrário, todos os artigos referidos pertencem ao Código dos Valores Mobiliários.
10. Salvo referência em contrário, todos os *sites* foram consultados a 22 de julho de 2018.
11. Este trabalho foi realizado de acordo com o Novo Acordo Ortográfico. Por uma questão de coerência, a redação das frases citadas foi ajustada em conformidade.

ÍNDICE

ABREVIATURAS E SIGLAS	4
INTRODUÇÃO	6
CAPÍTULO I	7
OPA OBRIGATÓRIA	7
1.1 Dever de lançamento de OPA no ordenamento jurídico português	7
1.1.1 O regime atual do CVM	7
1.1.2 A <i>ratio</i> do regime da OPA obrigatória	12
1.2 Dever de lançamento de OPA – outros ordenamentos jurídicos	15
CAPÍTULO II	18
DERROGAÇÕES DA OBRIGAÇÃO DE LANÇAMENTO DE OPA	18
2.1 O caso português	18
2.2 O caso comunitário	20
CAPÍTULO III	22
FUSÃO DE SOCIEDADES	22
3.1 Introdução	22
3.2 Processo de fusão	24
3.3 Relação de troca	27
3.4 Direito de exoneração	28
CAPÍTULO IV	31
DERROGAÇÃO DA OBRIGAÇÃO DE LANÇAMENTO DE OPA EM CASO DE FUSÃO DE SOCIEDADES	31
4.1 O caso comunitário e outros ordenamentos jurídicos	31
4.2 O caso português	33
4.2.1 Requisitos de aplicação da derrogação	34
4.2.2 A <i>ratio</i> da derrogação	35
4.2.3 Análise crítica	37
4.3 O caso da NOS	41
CONCLUSÃO	47
BIBLIOGRAFIA	49

ABREVIATURAS E SIGLAS

AG: Assembleia(s) Geral(is)

Al.: alínea

AMF: *Autorité des Marchés Financiers*

Art(s).: artigo(s)

BaFin: *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*

CC: Código Civil, aprovado pelo Decreto-lei nº47344/66, de 25 de novembro

CdMVM: Código do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-lei nº486/99, de 13 de novembro

Cfr.: Conforme

CIRE: Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, aprovado pelo Decreto-lei nº53/2004, de 18 de março

City Code: *City Code on Takeovers and Mergers*

CMVM: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNMV: *Comisión Nacional del Mercado de Valores*

CONSOB: *Commissioni Nazionale per le Società e la Borsa*

CRC: Código do Registo Comercial, aprovado pelo Decreto-lei nº403/86, de 3 de dezembro

CRP: Constituição da República Portuguesa

CSC: Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo Decreto-lei nº262/86, de 2 de setembro

CVM: Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei nº486/99, de 13 de novembro

Diretiva 2004/25/CE ou Diretiva das OPAs: Diretiva nº2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril

Diretiva 78/855/CEE ou Diretiva das Fusões: Diretiva nº78/855/CEE, do Conselho, de 9 de outubro

EM: Estado(s)-membro(s)

EUA: Estados Unidos da América

Ibid.: *ibidem*

Kento: Kento Holding Limited

Ley del Mercado de Valores: *Ley nº24/1988*, de 28 de julho

Nº: número

NOS: NOS, SGPS, S.A. (anteriormente Zon-Optimus, SGPS, S.A.)

ob. cit.: obra citada

OPA(s): oferta(s) pública(s) de aquisição

Optimus: Optimus - SGPS, S.A.

Panel: *Panel on Takeovers and Mergers*

Real-Decreto nº1066/2007: *Real-Decreto nº1066/2007*, de 27 de julho

Regime Jurídico das Sociedades Anónimas Europeias: Regime Jurídico das Sociedades Anónimas Europeias, aprovado pelo Decreto-lei nº2/2005, de 4 de janeiro

Règlement Général AMF: *Règlement Général de L'Autorité des Marchés Financiers*

Regolamento Consob nº11971: *Regolamento Emittenti Consob nº11971, di attuazione del decreto legislativo n. 58, de 24 febbraio 1998, concernente la disciplina degli emittenti*, de 14 de maio de 1999

ROC(s): Revisor(es) Oficial(is) de Contas

RRC: Regulamento do Registo Comercial, aprovado pela Portaria 657-A/2006, de 29 de junho

RU: Reino Unido

SA: sociedades anónimas

Sonaecom: Sonaecom, SGPS, S.A.

SPV: *special purpose vehicle*

SQ: sociedades por quotas

ss.: seguintes

TUF: *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, aprovado pelo *Decreto legislativo nº58*, de 24 de fevereiro de 1998

UE: União Europeia

Unitel: Unitel International Holdings, B.V.

V.: *vide*

VM: valores mobiliários

WpÜG: *Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz*

ZON: Zon Multimédia - Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A.

ZON Optimus: ZON Optimus, SGPS, S.A., atualmente NOS, SGPS, S.A.

ZOPT: ZOPT, SGPS, S.A.

INTRODUÇÃO

No âmbito do Direito dos Valores Mobiliários, o regime da OPA assume uma posição central. Em particular, a obrigação de lançamento de OPA em determinadas situações definidas pelo CVM, aferidas em função da alteração na posição de controlo da sociedade visada, bem como as exceções a tal obrigação, merecem a nossa atenção.

O CVM estabelece três casos de derrogação ao dever de lançamento de OPA, mediante a verificação dos quais a entidade supervisora poderá declarar a não obrigatoriedade. Um dos casos de derrogação à obrigação de lançamento de OPA definido pelo CVM consiste na ultrapassagem dos limites relevantes em virtude de uma operação de fusão. Relativamente a esta situação particular, procuraremos compreender o motivo do estabelecimento da derrogação e, ao longo desse exercício, analisaremos um conjunto de questões que poderão colocar em causa a função derogatória da fusão, as quais são intensamente ilustradas pelo caso da fusão da ZON com a Optimus.

Nessa ótica, propomo-nos a refletir sobre a adequação do estabelecimento da derrogação do dever de lançamento de OPA no caso de operação de fusão, tendo como objetivo a análise do regime, a compreensão da sua *ratio* e a verificação do cumprimento do propósito do legislador ao introduzir esta previsão no ordenamento jurídico português, incluindo através de uma aplicação prática ao caso da fusão das sociedades ZON e Optimus.

Para tal, começaremos por expor, em traços gerais, o regime de obrigação de lançamento de OPA consagrado em Portugal e noutros ordenamentos jurídicos próximos. De seguida, prosseguiremos com a exposição das derrogações ao dever adotadas pelo legislador português. Por fim, focaremos a nossa atenção na derrogação do dever de lançamento de OPA em caso de fusão, aproveitando para expor o regime da fusão consagrado no CSC, procurando compreender as motivações subjacentes e em que medida é que a derrogação permite a manutenção dos interesses que o regime da OPA obrigatória pretende acautelar. Com este objetivo, analisaremos o caso da NOS, no qual a CMVM declarou a derrogação da obrigação de lançamento de OPA para a entidade controladora da sociedade visada.

Palavras-chave: OPA; OPA obrigatória; dever de lançamento de OPA; derrogação do dever de lançamento de OPA; fusão; Zon Optimus; NOS

CAPÍTULO I

OPA OBRIGATÓRIA

1.1 Dever de lançamento de OPA no ordenamento jurídico português

1.1.1 O regime atual do CVM

Nos termos do art. 187º, caso a participação detida em sociedade aberta¹ ultrapasse um dos limiares definidos de um terço² ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social, o titular fica constituído no dever de lançamento de OPA. A OPA, cujo conceito se encontra definido no art. 2º, nº1, al. a) da Diretiva das OPAs, consiste numa proposta contratual³ dirigida ao público tendo em vista a aquisição de quaisquer VM de uma sociedade, através de um processo estabelecido por lei^{4 5}, funcionando como um instrumento privilegiado para o *market for corporate control*.

¹ O art. 13º define “sociedade aberta”. Esta nomenclatura apenas surgiu com o atual CVM, em substituição das anteriores “sociedades de subscrição pública” e “sociedades com subscrição pública”. VASCONCELOS, Pedro Pais de, *Concertação de acionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*, 11

Jorge Brito Pereira considera que a decorrência mais importante da classificação de uma sociedade como aberta é a aplicação do regime da OPA obrigatória. PEREIRA, Jorge Brito, *Textos de apoio às aulas de Mercado de Capitais do Mestrado em Direito e Gestão da Universidade Católica Portuguesa*, 47

² O limiar de um terço foi introduzido pelo CVM. Os arts. 527º e 528º do CdMVM previam apenas a obrigação de lançamento de OPA no caso de as ações adquiridas por qualquer pessoa assegurarem mais de metade dos votos correspondentes ao capital social

³ Cfr. ANDRADE, Margarida Costa, *Algumas considerações sobre a oferta pública de aquisição de acções simples e voluntária no regime jurídico português*, 739. A doutrina discute ainda se se trata de convite a contratar, promessa pública ou contrato-promessa unilateral

⁴ CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 595. No mesmo sentido, ANDRADE, Margarida Costa, *ob. cit.*, 710 e 739

⁵ Sucintamente, o processo de OPA é o seguinte: a oferta inicia-se com a publicação do anúncio preliminar, momento até ao qual vigora um dever de segredo sobre a preparação da oferta. Com a publicação do anúncio, a oferta deverá ser registada junto da CMVM (registo prévio), para controlo de legalidade e regularidade. Segue-se a divulgação de anúncio de lançamento da oferta e o prospeto. O órgão de administração da sociedade visada deverá elaborar um relatório sobre a oferta. Por fim, é apurado e publicado o resultado da oferta. Eventualmente, ao longo do processo poderá verificar-se a ocorrência de vicissitudes, tais como revisão da oferta e oferta concorrente. Cfr. arts. 114º, 118º, 119º, 126º, 127º, 134º, 175º, 181º e 183º

Acerca do processo da OPA, V. SILVA, João Calvão da, *Ofertas Públicas de Aquisição (Regime Europeu e Português)*

A ultrapassagem dos limites estabelecidos afere-se direta ou indiretamente, nos termos do art. 20^{o6} 7.

Ao estabelecer os limites relevantes tomando como referência os direitos de voto, são excluídos os VM que não sejam ações, já que apenas estas conferem tal direito⁸. Na aferição de ultrapassagem do limite, determinadas questões poderão surgir, nomeadamente em relação a situações de voto plural, ações preferenciais sem voto, *voting right caps* e ações próprias⁹.

Embora o âmbito de aplicação da norma se relacione com situações de alteração do controlo da sociedade¹⁰, a mesma não faz referência a essa alteração, tendo o legislador português preferido definir critérios quantitativos em função dos votos. O que releva é a mudança de controlo da sociedade visada, suscetível de afetar os interesses sociais e dos sócios, mas independentemente de o fazer. Por essa razão, a oferta será necessariamente subsequente. É absolutamente irrelevante o modo como o acionista adquiriu o controlo: a ultrapassagem do limite pode dever-se a fatores que não dependem de qualquer ação do titular do dever, tal como herança.

O n^o4 do art. 187^o consagra a possibilidade de o mais baixo dos limiares relevantes ser suprimido pelos estatutos de sociedade aberta que não tenha VM admitidos à negociação em mercado regulamentado. Trata-se da cláusula de *opting out*. Quanto à fixação de limites mais baixos do que os estabelecidos na lei, tal não será possível¹¹.

⁶ Ana Perestrelo de Oliveira refere que a aferição indireta resulta do regime do CSC das sociedades em relação de domínio ou de grupo. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *OPA obrigatória e controlo indireto*, 612

Para Carlos Ferreira de Almeida, “o princípio que está subjacente ao cômputo dos votos para este efeito é o poder efetivo de voto ou a influência decisiva no sentido de voto, seja ou não o voto exercido formalmente pela pessoa a quem é imputado”. ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *OPA Obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, 4

⁷ Sobre esta matéria, V. CÂMARA, Paulo, *ob. cit.*, 642; TAVARES, Diogo, *Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA*, 259-273; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *ob. cit.*, 605-615; RODRIGUES, André Mondaine, *Das restrições ao exercício do direito de voto no âmbito de uma oferta pública de aquisição: uma análise do anteprojeto de alteração do artigo 182^o-A do Código dos Valores Mobiliários*, 350-351

⁸ Ana Perestrelo de Oliveira refere que “não se exige que o poder de voto resulte da titularidade de participação social: a referência, no artigo 187^o, à “participação em sociedade aberta” não surge, naturalmente, em sentido técnico”. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *ob. cit.*, 606

⁹ Sobre este tema, V. PEREIRA, Jorge Brito, *ob. cit.*, 50-61

¹⁰ Carlos Ferreira de Almeida destaca o facto de o dever não surgir em função de uma situação de controlo, mas de uma alteração no controlo. ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *ob. cit.*, 10-11

¹¹ Cfr. CÂMARA, Paulo, *ob. cit.*, 662-663

Note-se, porém, que a obrigação não surge quando a pessoa que estaria obrigada por ultrapassar o limite de um terço, nos termos do nº2 do art. 187º, prove que não adquiriu o controlo da sociedade (prova negativa de domínio), ou seja, que não exerce poder efetivo ou “potencial influência dominante (...), que se verifica mesmo antes de, na prática, ser exercido”¹². Alguns autores referem que estamos perante uma presunção ilidível (a de domínio pela titularidade de um terço dos votos) e uma presunção inilidível (a de domínio pela titularidade de metade dos votos, já que, como refere Diogo Tavares, aí “o domínio sobre a sociedade seria incontornável”)^{13 14}.

Os limites definidos no art. 187º são cumulativos, o que significa que, caso o sujeito sucessivamente ultrapasse o limite relevante, lance uma OPA, desça abaixo do limiar definido para a obrigatoriedade e ultrapasse o limite de novo, é obrigado a lançar nova OPA¹⁵. Apenas não terá de lançar uma segunda OPA aquele cuja participação ultrapasse um terço e, em virtude da OPA lançada, ultrapasse o limite de metade dos direitos de voto.

O art. 187º deve ser lido em conjugação com o art. 189º, que inclui uma delimitação negativa do dever, ao determinar a não aplicação do art. 187º quando a ultrapassagem do limite de direitos de voto aí estabelecido resultar de determinados factos, enumerados taxativamente no nº1. Esta matéria será abordada no capítulo seguinte.

O dever estabelecido no art. 187º é de lançamento da oferta e não de aquisição efetiva: naturalmente, o sucesso da oferta depende da aceitação dos titulares do VM visados, embora o oferente deva conduzir a oferta até ao fim e tenha o dever de aquisição dos VM que pertençam aos acionistas que aceitem a oferta.

Em respeito pelo princípio da generalidade da oferta previsto no art. 173º, o objeto da OPA obrigatória engloba a totalidade das ações emitidas pela sociedade

¹² *Ibid.*, 687; ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *ob. cit.*, 7-8

¹³ Arts. 349º e 350º do CC

¹⁴ TAVARES, Diogo, *ob. cit.*, 257-258; Pais de Vasconcelos conclui que a obrigação de lançamento de OPA decorre de uma situação de domínio real ou presumido, in VASCONCELOS, Pedro Pais de, *ob. cit.*, 30; CÂMARA, Paulo, *ob. cit.*, 657, 678

¹⁵ Esta posição não é unânime na doutrina. A favor da cumulatividade dos limites, PEREIRA, Jorge Brito, *ob. cit.*, 48; CÂMARA, Paulo, *ob. cit.*, 658. Contra esta ideia, defendendo que os limites são alternativos, pelo que o sujeito que ultrapasse o limite de um terço e, mais tarde, o limite de metade dos direitos de voto, desde que não tenha perdido o controlo, não estará inculcado do dever de lançamento de OPA, TAVARES, Diogo, *ob. cit.*, 256-257; SEQUEIRA, Manuel, *OPA obrigatória – Impacto nas relações de domínio e de grupo*, 79

visada, pelo que a OPA obrigatória é necessariamente geral¹⁶ e universal. O art. 5º da Diretiva das OPAs veda diretamente a possibilidade de ofertas obrigatórias parciais, embora esta matéria tenha sido discutida. Por outro lado, o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas impõe que as mesmas condições da oferta sejam aplicáveis a todos os destinatários^{17 18}.

Se os direitos de voto, relevantes para aferição de ultrapassagem dos limites, forem imputáveis a vários sujeitos, nomeadamente em consequência de imputação direta e indireta, todos eles ficam constituídos no dever de lançamento, embora o lançamento por um deles seja também imputável aos restantes¹⁹. Existe uma total equiparação, em termos de surgimento da obrigação, entre o controlo direto e indireto: o facto de existir controlo indireto, não exclui a obrigação de lançamento que deriva do controlo direto, e vice-versa²⁰.

Quando se constitui o dever de lançamento de OPA, a entidade obrigada deve publicar imediatamente o anúncio preliminar, consistindo o incumprimento do dever na ausência de publicação²¹. Na pendência da oferta, o oferente e as pessoas que consigo estejam em alguma das situações previstas no art. 20º não podem negociar VM da categoria daqueles que são objeto da oferta ou integram a contrapartida fora de mercado regulamentado sem o parecer prévio da sociedade visada, exceto se para tal obtiverem autorização da CMVM. Todas as aquisições dos VM referidos são imputadas no cálculo da quantidade que o adquirente se propõe adquirir e influenciam a contrapartida²².

A obrigação de lançamento poderá ser suspensa se o titular do dever se obrigar, por escrito e perante a CMVM, a por termo à situação que originou o dever nos 120 dias subsequentes ao facto constitutivo, alienando as participações sociais relevantes

¹⁶ Por contraposição ao previsto no regime geral das OPA, em que o oferente poderá realizar uma OPA voluntária parcial, incidindo apenas sobre parte dos VM emitidos pela sociedade visada ou estabelecendo um limite de valores

¹⁷ Para Engrácia Antunes, no âmbito da OPA, trata-se de um princípio relativo de “obrigação de tratamento idêntico dos acionistas da sociedade visada que sejam titulares da mesma categoria de ações”. ANTUNES, José Engrácia, *A igualdade de tratamento dos acionistas na OPA*, 87, 95, 102

¹⁸ Paulo Câmara refere dois princípios fundamentais aplicáveis às OP: princípio da igualdade de tratamento dos investidores e princípio da estabilidade da OP. CÂMARA, Paulo, *ob. cit.*, 576. Para Diogo Tavares, estes princípios basear-se-ão na necessidade de a formação de vontade dos destinatários ser livre, esclarecida e em condições de paridade. TAVARES, Diogo, *ob. cit.*, 250

¹⁹ CÂMARA, Paulo, *O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo Código de Valores Mobiliários*, 220; RODRIGUES, André Mondaine, *ob. cit.*, 353

²⁰ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *ob. cit.*, 628-629

²¹ Art. 191º, nº1

²² Art. 180º, nº1, al. a), nº2 e nº3, al. b)

(art. 190º)²³. Naturalmente, esta possibilidade pressupõe que o titular não faça uso efetivo do domínio (nº3).

O regime da OPA obrigatória contém regras específicas no que toca à contrapartida mínima, definidas no art. 188º. O preço oferecido pelos VM visados não pode ser inferior ao mais elevado entre (i) o maior preço pago pelo oferente ou qualquer das pessoas que estejam, em relação a si, numa das situações previstas no nº1 do art. 20º pela aquisição de VM da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta e (ii) o preço médio ponderado desses VM apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período^{24 25}. De acordo com o nº5, a contrapartida pode ser estabelecida em VM, desde que o oferente não tenha, nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta, adquirido quaisquer VM representativos do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro, caso em que deve ser apresentada contrapartida equivalente em dinheiro. O princípio de igualdade de tratamento ganha aqui especial relevância, já que se obriga a uma comparação entre o tratamento dispensado aos destinatários da oferta e o aos que alienaram VM nos últimos seis meses, com o objetivo de partilha do prémio de controlo por todos os acionistas²⁶. Desta forma, será aconselhável que o oferente pondere a sua capacidade financeira para aquisição de VM no âmbito de OPA obrigatória imediatamente no momento em que irá ultrapassar o limiar de direitos de voto relevante²⁷.

Além disso, a OPA obrigatória não pode, por regra, ser sujeita a condições, seja de decisão, seja de eficácia da oferta. Neste contexto, note-se que as disposições gerais relativas a ofertas públicas e OPAs são aplicáveis à OPA obrigatória apenas na medida em que não contrariem o regime especial. Ora, a constituição do dever por imposição legal não é, evidentemente, compatível com a aposição de condições à oferta, pois esta anularia todo o efeito da obrigação.

²³ Alguns ordenamentos jurídicos, tais como o espanhol e o italiano, tratam esta situação através da previsão de derrogação. CÂMARA, Paulo, *Manual (...), ob. cit.*, 685-686

²⁴ Pedro Pais de Vasconcelos ressalva a possibilidade de as ações de uma sociedade aberta se poderem manter fora do mercado por um ano, caso em que o cálculo do preço não poderá atender ao segundo critério. VASCONCELOS, Pedro Pais de, *ob. cit.*, 19, nota de rodapé 14

²⁵ O art. 5º, nº4 da Diretiva das OPAs permite que cada EM estabeleça uma lista de circunstâncias em que o preço mais elevado pode ser alterado, tanto no sentido da sua subida como descida

²⁶ Diogo Tavares refere que “é da al. a) do nº1 do art. 188º do CVM que se extrai a partilha do prémio de controlo como objetivo da previsão do regime das OPAs obrigatórias”. TAVARES, Diogo, *ob. cit.*, 256, 258; RODRIGUES, André Mondaine, *ob. cit.*, 353

²⁷ CÂMARA, Paulo, *O dever (...), ob. cit.*, 231

Nos termos do art. 191º, a pessoa obrigada pode fazer-se substituir no cumprimento do dever, desde que observadas todas as regras que seriam aplicáveis à oferta pelo oferente. Para tal, deverá emitir uma declaração de substituição no cumprimento, sem a qual a oferta lançada pelo substituto será tida como autónoma. Quanto à contrapartida oferecida, as referências do art. 188º ao oferente devem considerar-se em relação ao oferente efetivo e à pessoa substituída no cumprimento.

O cumprimento do dever não pode ser exigido coativamente pelos destinatários da oferta²⁸, embora o art. 192º do CVM estabeleça como consequência do incumprimento a inibição dos direitos de voto e a dividendos inerentes às ações que excedam o limite a partir do qual o lançamento seria devido e que tenham sido adquiridas por exercício de direitos inerentes às ações referidas ou a outros VM que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição. Durante o período de inibição, os dividendos reverterem a favor da sociedade.

Adicionalmente, o infrator incorre em responsabilidade civil – o tipo em causa poderá não ser claro²⁹ – relativamente aos danos causados aos titulares dos VM sobre os quais deveria ter incidido a OPA. Todos estes têm legitimidade na pretensão indemnizatória. Jorge Brito Pereira considera que a indemnização deverá corresponder à diferença entre a contrapartida mínima pela qual a OPA deveria ter sido lançada e o valor pelo qual o titular alienou os VM em causa³⁰.

A violação do dever de lançamento de OPA constitui contraordenação muito grave, nos termos do art. 393º, nº2, al. h), punível com coima até 5.000.000 EUR.

1.1.2 A ratio do regime da OPA obrigatória

O regime da OPA obrigatória tem subjacente uma preocupação de proteção dos acionistas minoritários³¹ e dos titulares de VM que deem direito a subscrição ou aquisição de ações, princípio consagrado no considerando 9º da Diretiva das OPAs.

²⁸ CÂMARA, Paulo, *Manual (...)*, *ob. cit.*, 646. Segundo o autor, é este o entendimento dominante

²⁹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *ob. cit.*, 655

³⁰ PEREIRA, Jorge Brito, *ob. cit.*, 77

³¹ Acionista minoritário é “aquele cuja participação social não lhe permite exercer ou influenciar, direta ou indiretamente, o controlo ou domínio sobre determinada sociedade”. In BOTELHO, Gustavo de Sousa, *O direito de exoneração do acionista minoritário, A saída da sociedade aberta após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas*, 35

A constituição ou transferência do controlo da sociedade está associada a uma potencial degradação da posição do acionista minoritário, uma vez que poderá implicar alterações nas decisões de gestão da sociedade, redução de liquidez das participações sociais³², apropriação de *private benefits of control* pelo sócio controlador e um aumento do risco para os acionistas minoritários, que ficarão sujeitos a uma situação social não querida por si, agravada pela eventualidade de não conseguir alienar as respetivas participações, em virtude da falta de investidores interessados em investir numa sociedade controlada³³.

Além da tutela da posição subjetiva do sócio, está em causa “a tutela objetiva do investimento: (...) a modificação do perfil de risco do investimento é igualmente suscetível, pois, de originar a obrigação de lançamento de OPA, independentemente de qualquer juízo sobre o eventual efeito negativo da mudança na posição do sócio”³⁴. Face a todas estas modificações, a permanência do sócio na sociedade é considerada inexigível³⁵.

Contudo, a lei não exige a demonstração da degradação da posição do sócio, nem de qualquer alteração objetiva, bastando-se com a modificação da estrutura de controlo, o que, para Ana Perestrelo de Oliveira, “muito expressivamente revela a função garantística máxima” e “a intenção maximalista da proteção legal” do regime. A lei presume a necessidade de tutela dos minoritários assim que haja uma situação de alteração de controlo, aferida em função da ultrapassagem dos limites quantitativos referidos^{36 37}. Diogo Tavares entende que a opção pelo estabelecimento deste regime da OPA obrigatória revela que “os mecanismos societários de proteção dos acionistas minoritários são insuficientes perante uma tomada de controlo”³⁸.

³² FERREIRA, Juliano, *Exceções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição*, 190; VASCONCELOS, Pedro Pais de, *ob. cit.*, 20; BOTELHO, Gustavo de Sousa, *ob. cit.*, 36, 38

³³ BOTELHO, Gustavo de Sousa, *ob. cit.*, 39

³⁴ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *ob. cit.*, 630-633

³⁵ “Resulta do art. 187º que o mero risco abstrato inerente às modificações no controlo faz presumir um risco concreto para a posição do sócio minoritário e faz nascer, a favor deste, um direito de exoneração fundado em justa causa objetiva, dirigido contra o sócio controlador”. *Ibid.*, 658

³⁶ *Ibid.*, 630-633, 646

³⁷ No caso de alterações ao controlo dentro de um grupo societário, Ana Perestrelo de Oliveira considera que existe a possibilidade de considerar, em abstrato, o afastamento da OPA obrigatória, por se tratar apenas de uma reestruturação societária do grupo com consequente alocação de participações sociais. in *Ibid.*, 636. Defendendo uma posição semelhante, à luz do regime anterior, PEREIRA, Jorge Brito, *A OPA obrigatória*, 303

³⁸ TAVARES, Diogo, *ob. cit.*, 267

A este propósito, concordamos com Paulo Câmara quando refere que o “estabelecimento de um dever de lançamento de OPA depende de uma ponderação entre, de um lado, as preocupações de proteção dos investidores e, de outro lado, a eficiência dos mercados”³⁹.

Assim, o regime surge com o objetivo de proteger os acionistas minoritários contra uma potencial degradação da sua posição e do seu investimento, surgindo como um direito de saída da sociedade^{40 41}. Discute-se se este direito de saída se trata de um direito de exoneração ou de um direito potestativo de alienação⁴².

Deste modo, a aplicação do regime da OPA obrigatória permite que os acionistas minoritários vendam a sua participação social e beneficiem do prémio de controlo que o comprador esteja eventualmente disposto a pagar pela sua aquisição: a ideia subjacente é de igualdade de tratamento dos investidores^{43 44} – embora apenas daqueles que sejam titulares de VM que confirmam direito de voto⁴⁵. Evita-se, assim, a

³⁹ CÂMARA, Paulo, *O dever (...)*, *ob. cit.*, 244. No mesmo sentido, VASCONCELOS, Pedro Pais de, *ob. cit.*, 12-13, 20-22, 63

⁴⁰ VASCONCELOS, Pedro Pais de, *ob. cit.*, 20; TAVARES, Diogo, *ob. cit.*, 256; HOVASSE, Henri, *La fusion de sociétés dans la réforme des offres publiques d'acquisition*, 4

⁴¹ “La OPA, como técnica de adquisición de valores es, además, el supuesto legal que desencadena un derecho de separación del socio. (...) No ha de ser vista como una técnica de protección (...), sino un instrumento jurídico que permite al socio su salida”. VISCASILLAS, María del Pilar Perales, *El derecho de separación del socio en las sociedades de capital*, 355-357

⁴² OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *ob. cit.*, 603; VASCONCELOS, Pedro Pais de, *ob. cit.*, 29. Para Pedro Pais de Vasconcelos, “o entendimento da OPA obrigatória como mecanismo de exoneração não é dificultado pelo facto de o adquirente ser um sócio e não a sociedade e de o correspondente dever incumbir diretamente ao sócio que alcançou o domínio e que, com a sua atuação, perturbou o mercado e deu origem à exoneração”

⁴³ CÂMARA, Paulo, *O dever (...)*, *ob. cit.*, 239; TAVARES, Diogo, *ob. cit.*, 255; SILVA, João Calvão da, *OPA convencional obrigatória*, 96; COUTO, Ana Sá, *Breve Comentário à Transposição da Diretiva das OPA*, 71-72; FERREIRA, Juliano, *ob. cit.*, 190; VASCONCELOS, Pedro Pais de, *ob. cit.*, 22-23; *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 122, 125; RICHTER JR., Mario Stella, *Trasferimento del controllo e rapporti tra soci*, 215

José Engrácia Antunes refere que se trata de um afloramento do princípio geral de igualdade de tratamento, sem o qual os acionistas minoritários “quedariam cativos dos respetivos títulos, ficariam impedidos de desinvestir na empresa social em condições de preço idêntico às anteriormente praticadas ou não partilhariam em termos equitativos o valor gerado pela transferência do domínio”. Destaca, como manifestações deste princípio, o âmbito objetivo e subjetivo da oferta e a delimitação da contrapartida. ANTUNES, José Engrácia, *ob. cit.*, 96, 109-111

⁴⁴ Sobre a igualdade de tratamento entre acionistas após a transferência de controlo e o direito de exoneração, V. jurisprudência do TJUE – caso Audiolux e decisão CMVM – caso Brisa. In BOTELHO, Gustavo de Sousa, *ob. cit.*, 75-122

⁴⁵ *Ibid.*, 65

aquisição do controlo através de negociação particular sem que haja partilha do prémio de controlo por todos os acionistas.

Note-se que alguns autores defendem que o instituto se apoia nos direitos de associação, de propriedade privada e liberdade de iniciativa económica privada (arts. 46º, 62º e 61º da CRP)⁴⁶.

1.2 Dever de lançamento de OPA – outros ordenamentos jurídicos

Nem todos os ordenamentos jurídicos consagram um dever de lançamento de OPA. É o caso dos EUA, com exceção dos Estados de Pennsylvania, Maine e South Dakota, onde os acionistas minoritários podem exigir que o acionista que adquira uma determinada percentagem dos direitos de voto na sociedade adquira as suas ações a um preço justo⁴⁷.

Mesmo nos ordenamentos jurídicos que consagram a obrigação de lançamento de OPA, não raras vezes surgem dificuldades de controlo do efetivo cumprimento das disposições legais aplicáveis, pelo que se verifica uma institucionalização dessa tarefa. Segundo Paulo Câmara, o caso mais relevante e pioneiro é o do RU, cujo *Panel* tem como atribuição a fiscalização do cumprimento das normas relativas a OPAs⁴⁸.

Na UE, o esforço de harmonização foi longo⁴⁹, culminando com a aprovação da Diretiva 2004/25/CE⁵⁰ e a previsão do dever de lançamento de OPA em caso de alteração do controlo (art. 5º da Diretiva das OPAs). Note-se, porém, que, ainda antes da aprovação da Diretiva, vários EM tinham já acolhido este dever na legislação interna. Um dos exemplos é a Alemanha, onde a tradição anterior era precisamente de

⁴⁶ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *ob. cit.*, 653

⁴⁷ *Stakebuilding, mandatory offers and squeeze-out comparative table*; CÂMARA, Paulo, *Manual (...) ob. cit.*, 636; *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 122

⁴⁸ O RU foi pioneiro na regulação das OPAs, nomeadamente do regime da OPA obrigatória, na sequência de uma vaga de *takeovers* marcada por abusos e agressividade, após a Segunda Guerra Mundial. PEREIRA, Jorge Brito, *A OPA (...)*, *ob. cit.*, 74-75; BERGLOF, Erik, BURKART, Mike, *European Takeover Regulation*, 185-186; ANDRADE, Margarida Costa, *ob. cit.*, 702-703

⁴⁹ O estabelecimento deste dever foi controverso. Relativamente à evolução da preocupação comunitária de regulação das OPAs, V. CÂMARA, Paulo, *Manual (...) ob. cit.*, 636-638; BERGLOF, Erik, BURKART, Mike, *ob. cit.*, 189-191; ANDRADE, Margarida Costa, *ob. cit.*, 709; SILVA, João Calvão da, *Ofertas (...)*, *ob. cit.*, 983-985; VAZ, João Cunha, *A OPA e o Controlo Societário – A Regra de Não Frustração*, 94-101

⁵⁰ A Diretiva das OPAs foi transposta para o ordenamento jurídico nacional pelo Decreto-lei nº219/2006, de 2 de novembro. Sobre a evolução legislativa do regime da OPA em Portugal, V. PEREIRA, Jorge Brito, *A OPA (...)*, *ob. cit.*, 52-69; ANDRADE, Margarida Costa, *ob. cit.*, 700-709; TAVARES, Diogo, *ob. cit.*, 252

afastamento face à determinação legal desta obrigação⁵¹. As razões que estiveram na origem da mudança de paradigma prendem-se sobretudo com a harmonização e integração dos mercados, a instituição de regras mais transparentes e comuns a toda a UE e a necessidade de proteção dos minoritários face a OPAs hostis. A Diretiva consagra em grande parte o modelo inglês prévio, nomeadamente no que respeita à previsão da OPA obrigatória⁵².

O art. 5º da Diretiva das OPAs prevê a obrigação de lançamento de OPA sempre que, na sequência de uma aquisição efetuada por si ou por pessoas com quem atue em concertação, uma pessoa venha a deter VM que lhe confirmem, direta ou indiretamente, uma determinada percentagem dos direitos de voto que conferem o controlo de uma sociedade. A Diretiva estabelece ainda que a percentagem de direitos de voto que confere controlo, bem como a fórmula do respetivo cálculo, serão determinados pela regulamentação do EM onde se situa a sede social da sociedade, assegurando bastante flexibilidade a este nível (art. 5º, nº3). Assim, o foco encontra-se no controlo. Como veremos de seguida, a maioria dos EM define controlo como a ultrapassagem de um determinado limite de direitos de voto, usualmente estabelecido em 30% ou um terço⁵³.

No RU, a obrigação de lançamento de OPA surge sempre que uma pessoa adquira VM que lhe confirmem 30% ou mais dos direitos de voto da sociedade visada e ainda quando, detendo, individualmente ou em conjunto com as pessoas que atuem consigo em concertação, participações sociais que confirmem entre 30% e 50% dos direitos de voto, a própria pessoa ou outra que consigo atue em concertação adquira outras participações sociais^{54 55}.

Em Itália, o limiar para constituição do dever de lançamento de OPA também é quantitativo. Neste ordenamento, o limite definido é de 30% dos VM que confirmem direitos de voto⁵⁶, relevando tanto a aquisição direta, como indireta. Depois da ultrapassagem do limite de 30%, mas detendo menos de 50% dos VM que confirmem

⁵¹ *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 18. No caso da Alemanha, tomou particular relevância o caso da OPA da Vodafone Airtouch sobre a Mannesmann, que evidenciou as vantagens da harmonização do regime ao nível europeu. CÂMARA, Paulo, *Manual (...) ob. cit.*, 638

⁵² *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 18; VAZ, João Cunha, *ob. cit.*, 97

⁵³ *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 126

⁵⁴ Regra 9 do *City Code*

⁵⁵ Sobre o regime da OPA obrigatória no RU, V. CLEAVER, Craig, *United Kingdom – Takeover guide*

⁵⁶ Art. 106º do TUF

direitos de voto, caso o oferente adquira mais 5% dos direitos de voto nos 12 meses seguintes, constitui-se novamente o dever de lançamento de OPA⁵⁷. Contudo, se não houver poder de influência dominante, a obrigação não se constitui⁵⁸.

Na Alemanha, o WpÜG determina que existe obrigação de lançamento de OPA quando o oferente adquira o controlo da sociedade. Considera-se que há aquisição de controlo quando o oferente seja, direta ou indiretamente, titular de participações sociais que lhe confirmam pelo menos 30% dos direitos de voto^{59 60}.

Em França, o dever de lançamento de OPA surge com a ultrapassagem, direta ou indiretamente, pelo oferente ou por pessoas que atuem em concertação consigo, do limite de 30% das participações representativas do capital social ou dos direitos de voto da sociedade visada⁶¹. A norma também se aplica às pessoas que, detendo entre 30% e 50% do capital social ou dos direitos de voto, adquiram 1% das participações representativas do capital social ou dos direitos de voto nos 12 meses seguintes à ultrapassagem do limite⁶².

Em Espanha, há obrigação de lançamento de OPA quando uma pessoa adquira, direta ou indiretamente, mais de 30% dos direitos de voto ou quando, apesar de deter uma percentagem inferior, nomeia mais de metade dos membros do órgão de administração por 2 anos⁶³. A entidade supervisora CNMV pode dispensar a obrigação no caso de outro acionista deter uma percentagem superior dos direitos de voto na sociedade. Depois da ultrapassagem do limite de 30%, caso o oferente adquira 5% dos direitos de voto nos 12 meses seguintes ou ultrapassar o limite de 50%, constitui-se novamente o dever de lançamento de OPA^{64 65}.

⁵⁷ CRISTAUDI, Andrea, *Italy – Takeover guide*, 3

⁵⁸ *Ibid.*, 4; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, ob. cit., 634

⁵⁹ Secção 29º do WpÜG. V. PESSANI, Stefano Cacchi, ASSANT, Olivier, ROELVINK, Bernard, RIECKERS, Oliver, MCGAFFIN, Chris, NÚÑEZ, Gabriel, *Guide to Public Takeovers in Europe*, 55

⁶⁰ Sobre o regime da OPA obrigatória na Alemanha, V. KORSCH, Hans Stefan, EICHWALD, Dennis, *Germany – Takeover Guide*

⁶¹ Art. L433-3, I do *Code Monétaire et Financier* e art. 234-2 do *Règlement Général AMF*

⁶² DJEHANE, Youssef, *France – Takeover guide*, 10; art. L433-3, I do *Code Monétaire et Financier* e art. 234-5 do *Règlement Général AMF*

⁶³ Art. 60º, nº2 da *Ley del Mercado de Valores*

⁶⁴ *Disposición adicional primera do Real-Decreto nº1066/2007*

⁶⁵ Sobre o regime da OPA obrigatória em Espanha, V. GIRBAU, Ramon, YBÁÑEZ, Javier, *Spain – Takeover Guide*

CAPÍTULO II

DERROGAÇÕES DA OBRIGAÇÃO DE LANÇAMENTO DE OPA

2.1 O caso português

O antigo CdMVM recorria a duas técnicas de exclusão do dever de lançamento de OPA: por um lado, enumerava situações de dispensa; por outro lado, incluía casos de derrogação, introduzidos pelo Decreto-lei nº261/95, de 3 de outubro⁶⁶.

As técnicas referidas distinguem-se pela intervenção que suscitam na sua aplicação por parte do supervisor. Enquanto, no caso das dispensas, existe um poder discricionário da CMVM, que avalia o mérito da situação a requerimento dos interessados, no caso das derrogações, a CMVM limita-se a verificar a ocorrência dos factos previstos na lei como geradores da exclusão da obrigação e a declarar a aplicação da derrogação mediante a verificação dos mesmos, em exercício do seu “poder declarativo vinculado e não discricionário”⁶⁷. As derrogações surgem, assim, como situações em que não se justifica a imposição da obrigação de lançamento de OPA. O legislador considera que os interesses a acautelar, sobretudo os dos acionistas minoritários, que referimos *supra*, já se encontram protegidos.

A técnica utilizada no CdMVM não se manteve. As alterações verificadas foram significativas e, por razões de segurança jurídica⁶⁸, o CVM prevê unicamente três derrogações, no nº1 do art. 189⁶⁹. A este propósito, Domingos Salgado defende que “através da previsão do mecanismo da suspensão, art. 190º, o legislador tentou mitigar os efeitos do reduzido número de derrogações”⁷⁰.

O primeiro caso de derrogação consiste na ultrapassagem do limite em resultado de lançamento prévio de OPA voluntária que cumpra os requisitos da OPA obrigatória, nomeadamente no que diz respeito ao objeto da oferta (respeitando o princípio da universalidade) e à contrapartida, bem como ao princípio da igualdade de tratamento. Na al. a) podem ainda ser incluídas as situações em que, fruto da obrigação de

⁶⁶ Arts. 529º e 528º-A do CdMVM, respetivamente

⁶⁷ PEREIRA, Jorge Brito, *A OPA (...)*, *ob. cit.*, 284-287; FERREIRA, Juliano, *ob. cit.*, 197-200; SILVA, João Calvão da, *Ofertas (...)*, *ob. cit.*, 988-989

⁶⁸ Ana Perestrelo de Oliveira refere “a garantia de segurança e de certeza jurídica para os agentes económicos no mercado, traduzida na rigidez tanto da previsão da oferta obrigatória como da norma derogatória da obrigação”. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *ob. cit.*, 641

⁶⁹ Destacamos a eliminação da derrogação por aquisição por sucessão *mortis causa*

⁷⁰ SALGADO, Domingos, *OPA e fusão – Dever de lançamento de OPA e a derrogação por controlo adquirido em resultado da fusão*, 57, nota de rodapé 185

lançamento de OPA por ultrapassagem do limiar de um terço, o titular adquira mais de metade dos direitos de voto. Paulo Câmara refere como efeito positivo desta disposição a “contramotivação para ofertas voluntárias a preços inferiores aos que resultariam da aplicação do art. 188^o”⁷¹. Consideramos que, neste caso, os interesses dos sócios minoritários já se encontram tutelados do mesmo modo que seriam em caso de aplicação do regime da OPA obrigatória.

A al. b) consagra a derrogação do dever quando a ultrapassagem do limite resultar de operações de saneamento financeiro, no âmbito de uma modalidade de recuperação ou saneamento prevista na lei, em particular, no CIRE. Concordamos com Calvão da Silva quando refere que “manter a obrigatoriedade de OPA oneraria ainda mais a recapitalização da empresa em dificuldade, em nome da tutela de sócios minoritários que, injustificada e desrazoavelmente encontrariam na OPA a porta de saída da sociedade em situação difícil, e desencorajaria por certo o desejado processo de recuperação de empresas em nome dos interesses gerais da economia, da sociedade, dos trabalhadores e dos credores”⁷².

Por fim, a al. c) estabelece a derrogação da obrigação de lançamento de OPA no caso de o limite de direitos de voto relevante ser ultrapassado em virtude de fusão. Ao contrário dos casos anteriores, em que a previsão das derrogações é de fácil compreensão, neste caso colocam-se algumas questões que poderão por em causa a ideia de fusão derrogatória. Sobre esta derrogação, refletiremos adiante.

Nos termos do art. 16º do Regulamento da CMVM nº3/2006, quem beneficiar da derrogação prevista no art. 189º, nº1, al. b) ou al. c) deverá comunicar à CMVM, através de requerimento e apenas para sua verificação, a ocorrência dos factos constitutivos dessa derrogação nos cinco dias posteriores à verificação dos mesmos, juntando elementos de prova. Caso a CMVM conclua pela verificação dos requisitos para aplicação da derrogação, emitirá, nos termos do art. 189º, nº2, uma declaração de derrogação. Esta declaração não é exigida no caso da derrogação prevista na al. a), uma vez que a CMVM já terá conhecimento de ocorrência da derrogação. Relativamente a esta situação, o art. 16º do referido Regulamento exige apenas que o anúncio que divulgue o resultado da OPA voluntária anterior mencione a quantidade de VM e de direitos de voto, calculados nos termos do art. 20º, que o requerente passou a deter.

⁷¹ CÂMARA, Paulo, *Manual (...), ob. cit.*, 682-683

⁷² SILVA, João Calvão da, *Suspensão do Dever de Lançamento de OPA*, 19

A doutrina tem defendido a integração de uma nova derrogação relativa às situações em que ocorre apenas uma alteração intragrupo do título da imputação, mas a sociedade adquirente já era controladora. Se há uma mudança da titularidade direta, mas se mantém o titular indireto, Ana Perestrelo de Oliveira considera que deveria haver uma derrogação da obrigação em relação ao titular direto⁷³.

2.2 O caso comunitário

O considerando 6 da Diretiva das OPAs menciona a necessidade de flexibilizar a regulamentação das OPAs, permitindo exceções ao regime regra, quer através de derrogações, quer atribuindo à autoridade supervisora o poder de não aplicar as regras nacionais, fundamentando a decisão⁷⁴, desde que respeitando os princípios gerais de igualdade de tratamento entre os titulares de VM⁷⁵ e o princípio de proteção dos acionistas minoritários em caso de aquisição de controlo, consagrados no seu art. 3º, nº1, al. a)⁷⁶.

A Diretiva apenas prevê expressamente, no art. 5º, nº2, a derrogação da obrigação em caso de lançamento de OPA voluntária prévia realizada em conformidade com a Diretiva e dirigida a todos os titulares de VM para a totalidade das suas participações, espelhada na al. a) do nº1 do art. 189º do CVM. O modo como os diversos EM acolheram esta exceção varia: enquanto que em alguns EM releva qualquer OPA voluntária tendente à aquisição de todas as participações sociais, noutros EM deverão ser observados requisitos adicionais⁷⁷.

Face à regulação pouco detalhada da Diretiva das OPAs em matéria de exceções ao dever de lançamento de OPA, constatamos que o mecanismo de dispensas e derrogações não é uniforme na UE, verificando-se uma enorme variedade de previsões⁷⁸. No entanto, o Relatório da Comissão dos Assuntos Jurídicos sobre a aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição, de 25 de março de 2013, refere que as derrogações são “frequentemente utilizadas para proteger

⁷³ Tal como sucede em Itália, cfr. art. 106º, nº5 do TUF. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *ob. cit.*, 639, 641-645

⁷⁴ Neste caso, as entidades supervisoras emitem, não raras vezes, regulamentação ou diretrizes quando às dispensas possíveis. Cfr. *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 139

⁷⁵ Princípio igualmente consagrado nos arts. 15º, 112º e 197º do CVM

⁷⁶ Art. 4º, nº5 da Diretiva das OPAs

⁷⁷ *Ibid.*, 145

⁷⁸ *Ibid.*, 139

os interesses dos acionistas majoritários, os credores e as outras partes interessadas”⁷⁹, ao invés do que seria esperado à luz do espírito da Diretiva das OPAs: a proteção dos acionistas minoritários.

⁷⁹ *Relatório da Comissão dos Assuntos Jurídicos sobre a aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição*, 5

CAPÍTULO III

FUSÃO DE SOCIEDADES

3.1 Introdução

Antes de abraçarmos a questão central deste trabalho, que se prende com a derrogação da obrigação de lançamento de OPA em caso de fusão de sociedades, consideramos pertinente realizar uma sucinta alusão ao processo de fusão no ordenamento jurídico português.

O art. 97º do CSC refere-se à fusão como a reunião de uma ou mais sociedades numa só. Raúl Ventura define fusão de sociedades como “juntar os elementos pessoais e patrimoniais de duas ou mais sociedades preexistentes, de tal modo que passe a existir uma só sociedade”⁸⁰. Assim, trata-se de uma operação de reorganização por força da qual as sociedades envolvidas passam a constituir apenas uma unidade económica.

A doutrina económica distingue normalmente fusões horizontais, em que as sociedades atuam na mesma linha de negócio, fusões verticais, em que as sociedades atuam em fases diferentes da cadeia de produção, e conglomerados, em que se agrupam empresas que atuam em linhas de negócio diferentes, numa lógica de grupo.

A fusão surge, assim, como um instrumento jurídico de concentração empresarial, tendo em vista a criação de valor económico e o crescimento das sociedades participantes através da criação de sinergias⁸¹ e de economias de escala. A operação de fusão permite o acesso a financiamento, a novos mercados e a recursos intangíveis das participantes, a redução dos custos operacionais e administrativos, a utilização de recursos complementares, o aumento da quota de mercado, a criação de monopólios, a consolidação da indústria, a aquisição de tecnologia e *know how*, benefícios fiscais, a redução de riscos, a proteção dos investidores e o reposicionamento das empresas⁸²: a lógica subjacente é, assim, de ganho e eficiência.

⁸⁰ VENTURA, Raúl, *Fusão, Cisão, Transformação de sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, 14-15

⁸¹ O conceito de sinergia varia de autor para autor. Hoffmann, Vieira e Menezes concluem que há potencialmente maior criação de sinergias e de valor em fusões horizontais. V. HOFFMANN, Valmir Emil, VIEIRA, Daniel Pires, MENEZES, Kim La Croix Maluf de, *Tipos, setores, nacionalidade e experiência: o que importa para o sucesso das estratégias de fusão e aquisição?*, 25, 34

⁸² *Ibid.*, 24; MANCHIN, Miriam, *Determinants of European cross-border mergers and acquisitions*, 22

Miriam Manchin conclui que as *target* podem ser sociedades com práticas de *governance* desvantajosas, em que se espera um aumento de eficiência após a reestruturação (*governance hypothesis*), ou com elevada proteção dos investidores (*outcome hypothesis*). Conclui que as empresas adquirentes tendem a ser originárias de países com “*better legal environments*” e maior capacidade de financiamento relativamente às *target*, o que suporta a *governance hypothesis*. Por outro lado, para corroborar a *outcome hypothesis*, conclui que os investidores preferem *targets* que se localizem em países em que se verifiquem determinadas características económicas positivas, relacionadas com o envolvimento do governo na economia (taxas de imposto, transferências e subsídios estatais) e regime de comércio⁸³.

A fusão e a OPA têm em comum o facto de serem mecanismos de concentração empresarial, apesar de os processos serem distintos e de os efeitos se verificarem sobre diversos intervenientes. Os processos de fusão são “instrumentos privilegiados para propiciar empresas com maior dimensão, mais competitivas e robustas. Em vez de um processo de transferência de riqueza – como é tipicamente a OPA – a fusão representa um processo de concentração de recursos”⁸⁴.

O regime jurídico da fusão, regulado nos arts. 97º e ss. do CSC, aplica-se a sociedades comerciais de qualquer tipo, incluindo sociedades civis em forma comercial, natureza ou nacionalidade. São, assim, possíveis fusões heterogéneas. Por outro lado, também uma sociedade dissolvida ou em liquidação pode participar num processo de fusão, desde que preencha os requisitos de regresso à atividade social, estabelecidos no art. 161º do CSC, e não tenha ainda apresentado ou requerido o pedido de declaração de insolvência⁸⁵.

O CSC e a Diretiva 78/855/CEE preveem duas modalidades de fusão. Por um lado, na fusão por incorporação ou fusão-absorção, o património de uma das sociedades (incorporada) é integrado no património da outra (incorporante), pelo que a primeira se extingue e são atribuídas aos sócios da mesma ações⁸⁶ da última, em regra, através de

⁸³ MANCHIN, Miriam, *ob. cit.*, 7, 21-22

⁸⁴ CÂMARA, Paulo, BASTOS, Miguel Brito, *O direito de aquisição de empresas: uma introdução*, 54-56

⁸⁵ A sociedade dissolvida que incorpore outras deixa de estar em liquidação. CARREIRO, Sofia, *A fusão*, 131

⁸⁶ Tendo em conta o âmbito do presente trabalho, referir-me-ei a “ações”. No entanto, note-se que, no que respeita ao processo de fusão, dever-se-á entender que são incluídas partes, ações ou quotas. Da mesma forma, refiro-me a “sócios” ou “acionistas” indistintamente, em sentido não técnico, mas geral e amplo

um aumento de capital da sociedade incorporante⁸⁷ (art. 97º, nº4, al. a) do CSC). Por outro lado, na fusão-constituição, fusão por concentração ou fusão simples, as sociedades participantes dissolvem-se e transferem os respetivos patrimónios para uma nova sociedade, na qual irão participar os sócios das sociedades dissolvidas (art. 97º, nº4, al. b) do CSC). Assim, podemos afirmar que os três efeitos essenciais no processo de fusão em geral são a extinção de sociedade(s)^{88 89}, a transmissão de património(s)^{90 91} e a contraprestação associativa.

3.2 Processo de fusão

O processo de fusão é injuntivo, encontrando-se determinado nos arts. 98º e ss. do CSC⁹². Inicia-se com a aprovação do projeto de fusão, pelos órgãos de administração das sociedades envolvidas⁹³. O período preparatório que antecede a aprovação do projeto poderá ser longo, pois envolve discussão, negociação e decisão acerca do futuro das sociedades, do modo como a fusão se processará, etc⁹⁴. O projeto de fusão deve

⁸⁷ ANTUNES, José Engrácia, *Direito das sociedades*, 424, 438

⁸⁸ Há uma coincidência temporal entre a extinção da sociedade e a fusão, de modo a que não exista património sem sócios, nem sócios sem património. Quanto à extinção da sociedade, cumpre mencionar a existência de duas correntes doutrinárias: uma que entende que, quando a lei fala em extinção, se refere apenas à extinção do ponto de vista jurídico (e não económico), logo deverá interpretar-se como extinção do património; outra que entende que não se trata de extinção, mas de transformação, in VENTURA, Raúl, *ob. cit.*, 228-235

⁸⁹ Costa Gonçalves e Sofia Carreiro concluem que não se produzem os efeitos da dissolução, ainda que sem liquidação (mencionada nos arts. 3º, nº1 e 4º, nº1 da Diretiva da Fusão). GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão, Cisão e Transformação de sociedades comerciais – A posição jurídica dos sócios e a delimitação do statuo viae*, 122 e ss.; CARREIRO, Sofia, *ob. cit.*, 152-155

⁹⁰ Existe uma sucessão a título universal do património social, sem necessidade de observância das formalidades que seriam normalmente necessárias para a transmissão dos seus elementos. Trata-se de uma transmissão global e por ato único, caracterizada por celeridade, exequibilidade e segurança, que dispensa o consentimento do credor, logo é absolutamente excepcional. ANTUNES, José Engrácia, *Direito (...)*, *ob. cit.*, 437

⁹¹ Sofia Carreiro diferencia, a este propósito, a teoria da sucessão universal, defendida pela doutrina alemã, segundo a qual o património das sociedades envolvidas se transmite como universalidade, da teoria italiana que entende que a fusão é um ato modificativo do pacto social. In CARREIRO, Sofia, *ob. cit.*, 152

⁹² Acerca do processo de fusão, V. VENTURA, Raúl, *ob. cit.*; SILVA, João Calvão da, *Fusão de Sociedades, Acordo de voto e Derrogação da Obrigatoriedade de OPA*, 51-56; CARREIRO, Sofia, *ob. cit.*, 133-144; CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 996-1004

⁹³ Art. 406º, al. m) do CSC, para as SA

⁹⁴ CARREIRO, Sofia, *ob. cit.*, 133

incluir um conteúdo mínimo obrigatório, previsto no art. 98º do CSC⁹⁵, de onde destacamos a modalidade, motivos e objetivos da fusão, a sede e a firma da sociedade resultante da fusão e a relação de troca, isto é, a proporção que ditará as ações a receber pelos sócios da sociedade incorporada ou das sociedades extintas, que se tornarão sócios da sociedade nova ou incorporante.

De acordo com o nº5, quando a atribuição de VM, por ocasião da fusão, seja qualificada como oferta pública, o projeto de fusão deve obedecer ao disposto no Regulamento (CE) nº809/2004, da Comissão, de 29 de Abril, ou conter informações consideradas equivalentes às de um prospeto pela CMVM, nos termos do art. 134º, nº2, al. a). Domingos Salgado destaca que a qualificação da fusão como oferta pública não é evidente, desde logo por não existir uma aceitação individual de cada acionista relativamente à fusão, ao contrário do que sucede na OPA⁹⁶, pelo que considera que tal sucederá quando sejam atribuídos VM a pelo menos 150 pessoas que sejam investidores não qualificados, nos termos do art. 109º, nº3, al. c).

O projeto de fusão deve ser analisado pelos órgãos de fiscalização das sociedades envolvidas, que emitirão um parecer⁹⁷, e por um ROC independente, que se pronunciará sobre a adequação e razoabilidade da relação de troca das participações sociais⁹⁸.

O projeto de fusão deve ser registado junto da Conservatória do Registo Comercial, nos termos dos arts. 3º, nº1, al. p), 70º, nº1, al. a) e 71º do CRC e 14º do RRC, sendo imediatamente objeto de publicação oficiosa. Simultaneamente, é publicada a convocatória para as AG das sociedades participantes e o aviso do prazo de oposição aos credores⁹⁹. Desde o momento de publicação do registo, as sociedades envolvidas deverão disponibilizar, na sua sede, vários documentos elencados no

⁹⁵ O conteúdo mínimo do projeto de fusão deverá corresponder aos elementos jurídicos e económicos da operação de que os sócios e credores sociais devam ter conhecimento. ANTUNES, José Engrácia, *Direito (...)*, *ob. cit.*, 431; CARREIRO, Sofia, *ob. cit.*, 134

⁹⁶ SALGADO, Domingos, *ob. cit.*, 66-67

⁹⁷ Esta é uma particularidade do regime português. GONÇALVES, Diogo Costa, *As recentes alterações ao regime da fusão de sociedades – A Lei nº19/2009, de 12 de Maio e o Decreto-Lei nº185/2009, de 12 de Agosto*, 565

⁹⁸ O exame do projeto de fusão por perito independente e os relatórios dos ROCs previstos no nº4 podem ser dispensados se todos os titulares de VM que confirmam direito de voto assim acordarem (art. 99º, nº6 do CSC). Quanto ao âmbito da dispensa, Diogo Costa Gonçalves entende que a referência aos *relatórios previstos no nº4* se reporta apenas aos relatórios dos ROCs independentes. *Ibid.*, 558-565

⁹⁹ Sobre as alterações nesta matéria, V. *Ibid.*, 568-569; CARREIRO, Sofia, *ob. cit.*, 137-140

art. 101º do CSC para consulta pelos sócios, credores sociais e trabalhadores ou seus representantes.

De acordo com o art. 101º-A do CSC, no prazo de um mês após a publicação do registo do projeto, os credores sociais dispõem de um mecanismo de tutela e reação à fusão¹⁰⁰: a oposição judicial, que se traduz na possibilidade de suscitar controlo judicial sobre a diminuição das garantias patrimoniais dos respetivos direitos de crédito, em virtude da alteração da pessoa do devedor e da concorrência com os demais credores das sociedades participantes.

Decorrido pelo menos um mês após a publicação da convocatória para as AG, a fusão deverá ser objeto de deliberação por parte das AG das sociedades envolvidas¹⁰¹. Para aprovar a operação de fusão, é exigida maioria qualificada de 3/4 dos votos nas SQ e de 2/3 nas SA¹⁰², nos termos previstos para a alteração do contrato de sociedade. Para proteger os interesses dos minoritários, caso alguma das sociedades participantes na fusão participar no capital de outra, não poderá votar com número de votos superior aos que cabem a todos os restantes acionistas. Note-se que, no caso de a fusão aumentar as obrigações ou afetar direitos especiais de todos ou algum dos sócios ou alterar a proporção das suas participações sociais, salvo se tal alteração resultar de pagamentos que lhes sejam exigidos por lei, existe um mecanismo adicional de proteção, uma vez que a fusão só poderá ser registada depois de obtido o consentimento dos sócios prejudicados (art. 103º, nº2 do CSC). O facto de a operação ser aprovada pelo órgão de administração e pela AG das sociedades participantes leva Paulo Câmara a defender que a fusão “supõe um sólido mecanismo de legitimação decisória entre os órgãos sociais e os sócios”¹⁰³.

O processo de fusão poderá ser simplificado, dispensando alguns formalismos, no caso de uma das sociedades ser, direta ou indiretamente, sócia de outra sociedade participante (art. 104º do CSC) e no caso de fusão por incorporação de sociedade detida por outra em pelo menos 90% (art. 116º do CSC).

¹⁰⁰ O sistema português de oposição à fusão atua *a priori*: os credores podem opor-se depois de a fusão ter sido provisoriamente registada, e não depois da operação de fusão, o que seria um sistema *a posteriori*, tal como adotado na Alemanha e em França

¹⁰¹ Os órgãos de administração das sociedades devem comunicar às respetivas AG a existência de alterações nos elementos em que a operação se fundou e conseqüentes alterações ao projeto de fusão que se afigurem necessárias. Caso tenha havido mudanças significativas, “a assembleia delibera se o processo de fusão deve ser renovado ou se prossegue na apreciação da proposta de fusão”, in CARREIRO, Sofia, *ob. cit.*, 140

¹⁰² Arts. 265º, nº1 e nº3 e 383º, nº2 e 386º, nº3 do CSC, respetivamente

¹⁰³ CÂMARA, Paulo, *Manual (...)*, *ob. cit.*, 596

Caso a operação seja aprovada, a fusão deve ser outorgada pelos órgãos de administração na forma legalmente exigida para a transmissão dos bens das sociedades, tendo em conta as normas que regulamentam a constituição da nova sociedade, se aplicável (art. 106º).

Por fim, a fusão deverá ser registada junto da Conservatória do Registo Comercial (art. 53º-A do CRC e art. 10º, al. m) do RRC) e publicada. Obstat ao registo da fusão a oposição judicial deduzida por qualquer dos credores das sociedades – razão pela qual deverão ser apresentadas a registo declarações emitidas pelo órgão de administração das sociedades participantes afirmando que não foi apresentada oposição à operação – e a falta de consentimento de sócios cuja posição jurídica individual seja lesada com a fusão (arts. 101º-B e 111º do CSC). Os efeitos da fusão produzem-se na data do registo (arts. 112º e 120º), *ipso jure e uno actu*¹⁰⁴.

3.3 Relação de troca

No âmbito do regime da OPA obrigatória e do processo de fusão, assume especial relevância a relação de troca estabelecida no projeto de fusão, uma vez que esta ditará a percentagem do capital social, e conseqüentemente os direitos de voto, da sociedade nova ou incorporante que será atribuída a cada um dos sócios das sociedades participantes.

Por regra, em virtude da relação de troca estabelecida, a realização da operação de fusão conduzirá à dispersão das participações sociais, uma vez que os sócios das sociedades participantes tornar-se-ão sócios de uma única sociedade, pelo que as respetivas participações e direitos de voto terão um peso individual relativo inferior no contexto do património mais amplo da sociedade nova ou incorporante¹⁰⁵. Por esta razão, a operação de fusão não é inócua no que respeita à posição dos sócios das sociedades participantes, constituindo a relação de troca questão fundamental.

Para efeitos de determinação da relação de troca será necessário, em primeiro lugar, definir o valor das sociedades participantes e o resultante valor relativo na sociedade nova ou incorporante. Em virtude da proporção definida, deverão ser atribuídas aos acionistas participações relativas correspondentes às que estes possuíam

¹⁰⁴ Art. 19º, nº1 da Diretiva das Fusões. Cfr. ANTUNES, José Engrácia, *Direito (...), ob. cit.*, 435; CARREIRO, Sofia, *ob. cit.*, 150

¹⁰⁵ GASPAR, Guilherme Garrido, *A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas*, 393

nas sociedades participantes. No entanto, a lei não define o modo de determinação, existindo vários métodos aplicáveis¹⁰⁶. Note-se que, como referido, a relação de troca estabelecida será objeto de fiscalização¹⁰⁷. A este propósito, Guilherme Garrido Gaspar distingue paridade externa e interna, defendendo que a paridade externa não poderá ser livremente definida pela maioria. Por isso, o órgão de administração determinará a relação de troca em função do interesse de todos os sócios¹⁰⁸.

No caso das sociedades abertas em que haja alteração do controlo, se o sócio minoritário não concordar com a relação de troca estabelecida ou com a fusão, facilmente poderá alienar a sua participação social por meio de aplicação do regime da OPA obrigatória.

3.4 Direito de exoneração

O art. 105º do CSC prevê o direito de exoneração dos sócios em sede de fusão¹⁰⁹, que se consubstancia na atribuição a qualquer sócio que vote contra o projeto de fusão da possibilidade de exigir a alienação da sua participação social. Trata-se de um direito individual de saída da sociedade, como resultado da realização de uma operação de fusão não querida, que se consubstancia num “meio de tutela dos sócios minoritários no confronto entre o interesse social (...) e o interesse próprio do sócio discordante”¹¹⁰. Considera-se inexigível a permanência do sócio na sociedade, pelo que este será reembolsado pelo valor das ações que detenha. Este direito é renunciável

¹⁰⁶ A proporcionalidade é estabelecida através da comparação do valor das duas empresas. Neste contexto, existem quatro critérios possíveis: valor patrimonial, valor patrimonial e goodwill, múltiplos e fluxos de tesouraria, in ANTUNES, José Engrácia, *Direito (...), ob. cit.*, 431, nota de rodapé 954. Raúl Ventura defende que o critério que defende os sócios é o do valor real das participações, in VENTURA, Raúl, *ob. cit.*, 78. No mesmo sentido, GASPAR, Guilherme Garrido, *ob. cit.*, 400-401, que propõe a inclusão de uma disposição no CSC nesse sentido

¹⁰⁷ Sofia Carreiro refere que a fiscalização também é realizada pelos sócios, que podem ou não aprovar a fusão, CARREIRO, Sofia, *ob. cit.*, 135

¹⁰⁸ GASPAR, Guilherme Garrido, *ob. cit.*, 398-399

¹⁰⁹ Pedro Pais de Vasconcelos considera que o regime da exoneração no contexto da fusão se aproxima do regime de exoneração das SQ. In VASCONCELOS, Pedro Pais de, *ob. cit.*, 28

¹¹⁰ GONÇALVES, Diogo Costa, *Direitos Especiais e o Direito de Exoneração em sede de Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais*, 338. Relativamente à noção de direito de exoneração, V. ABREU, Jorge Coutinho, *Curso de Direito Comercial – das Sociedades*, 418 e ss.; FONSECA, Tiago Soares da, *O Direito de Exoneração do Sócio no Código das Sociedades Comerciais*, 29-30

apenas pelo próprio titular, não podendo ser afastado por deliberação dos restantes sócios¹¹¹.

A doutrina defende que o direito de exoneração tem fundamento no princípio de liberdade de associação, previsto no art. 46º, nº3 da CRP, ou na liberdade de iniciativa económica¹¹². O denominador comum, conclui Gustavo de Sousa Botelho, é a necessidade de proteção do acionista em situações suscetíveis de lesar a sua posição na sociedade¹¹³.

O pedido de exoneração deverá ser realizado por escrito, com fundamento na lei ou nos estatutos, e apresentado no prazo de um mês após a deliberação social de aprovação do projeto de fusão¹¹⁴. O objeto do pedido será a exigência de que a sociedade adquira ou faça adquirir as ações do sócio por uma contrapartida cuja natureza e valor serão fixados pelo contrato de sociedade, por ajuste direto dos interessados ou por um ROC designado por mútuo acordo ou, na falta deste, por um ROC independente designado pela respetiva ordem a solicitação de qualquer interessado (art. 105º, nº2 do CSC). Alguns autores defendem a possibilidade de a sociedade amortizar a participação social do sócio, em conformidade com o disposto no art. 240º, nº4 do CSC, apesar de tal possibilidade não se encontrar prevista no art. 105º do CSC, e desde que a amortização de participações sociais se encontre legal ou estatutariamente prevista para a sociedade em causa¹¹⁵.

O art. 105º é omissivo relativamente ao prazo para a sociedade cumprir o dever de adquirir ou fazer adquirir a participação social do sócio que exerceu o direito de exoneração e à consequência do seu incumprimento¹¹⁶. Na ausência de qualquer disposição semelhante para os restantes tipos de sociedades, Raúl Ventura defende a aplicação analógica do art. 240º, nº4, aplicável às SQ, segundo o qual a sociedade deverá cumprir o seu dever no prazo de 30 dias, sob pena de o sócio poder requerer a dissolução judicial da sociedade¹¹⁷. Pelo contrário, Guilherme Garrido Gaspar propõe a

¹¹¹ BAPTISTA, Daniela Farto, *O direito de exoneração dos acionistas – Das suas causas*, 84

¹¹² Cfr. VASCONCELOS, Pedro Pais de, *ob. cit.*, 13, 28 e ABREU, Jorge Coutinho, *ob. cit.*, 428, respetivamente

¹¹³ BOTELHO, Gustavo de Sousa, *ob. cit.*, 70

¹¹⁴ Mesmo que, no decurso desse prazo, a fusão seja registada. Nesse sentido, GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão (...)*, *ob. cit.*, 287; GASPAR, Guilherme Garrido, *ob. cit.*, 428

¹¹⁵ VENTURA, Raúl, *ob. cit.*, 143; MARQUES, Elda, in ABREU, Jorge Coutinho de, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. II, 304

¹¹⁶ Discute-se, ainda, na doutrina se se trata de um direito potestativo. Em sentido afirmativo, FONSECA, Tiago Soares da, *ob. cit.*, 29-30. No sentido contrário, BAPTISTA, Daniela Farto, *ob. cit.*, 84; BOTELHO, Gustavo de Sousa, *ob. cit.*, 27

¹¹⁷ VENTURA, Raúl, *ob. cit.*, 145

integração da lacuna por analogia com o art. 7º, nº5 e nº6 do Regime Jurídico das Sociedades Anónimas Europeias, que prevê um prazo de 30 dias e a perda do direito à exoneração, caso o incumprimento seja imputável ao sócio, ou a possibilidade de o incumprimento obstar à fusão, caso o mesmo seja imputável à sociedade¹¹⁸.

O sócio considera-se exonerado no momento em que a sua participação é adquirida ou, quando se admita a possibilidade de amortização, quando a participação é amortizada.

¹¹⁸ GASPAR, Guilherme Garrido, *ob. cit.*, 432

CAPÍTULO IV

DERROGAÇÃO DA OBRIGAÇÃO DE LANÇAMENTO DE OPA EM CASO DE FUSÃO DE SOCIEDADES

4.1 O caso comunitário e outros ordenamentos jurídicos

Conforme mencionado *supra*, o tema da dispensa ou derrogação da obrigação de lançamento de OPA no caso de o controlo resultar de uma operação de fusão não é tratado, a nível comunitário, pela Diretiva das OPAs, que confere aos EM uma ampla margem de discricionariedade na determinação das situações de exceção ao regime. Partindo do pressuposto de que não existirá um regime comum, analisaremos, de seguida, o tratamento conferido pelos diferentes EM ao caso de aquisição de controlo resultante de fusão de sociedades.

No RU, o *City Code* não aborda diretamente o caso da fusão. No entanto, prevê que o *Panel*, entidade supervisora, pode declarar a dispensa do dever de lançamento de OPA nos casos previstos nas *Notes on Dispensations from Rule 9*, que incluem situações de *whitewash*, isto é, situações em que os acionistas independentes (aqueles que não adquiriram o controlo da sociedade visada) votam em AG a possibilidade de a pessoa que estaria obrigada a lançar uma OPA ultrapassar o limite de 30% dos direitos de voto por emissão de novos VM sem estar obrigada a lançar OPA¹¹⁹.

Em Itália, o art. 106º, nº5, al. e) do TUF remete para regulamento da entidade supervisora CONSOB a determinação dos casos em que a ultrapassagem do limite definido para constituição do dever de lançamento de OPA, nomeadamente em caso de fusão de sociedades, não acarreta efetivamente a constituição do dever. Assim, o *Regolamento Consob nº11971* veio estabelecer, no art. 49º, nº1, al. g), que o dever não se forma em caso de operação de fusão aprovada por deliberação da AG da sociedade cujas participações seriam objeto de oferta por maioria dos sócios presentes em que não participe o sócio na esfera de quem se constituiria o dever de lançamento de OPA e dos sócios que detenham, isolada ou concertadamente, mais de 10% dos direitos de voto (*whitewash procedure*).

Na Alemanha, a entidade supervisora BaFin pode dispensar a aplicação da regra no caso concreto, a pedido do oferente, em caso de verificação de determinados requisitos, nomeadamente quando considerar que a dispensa se justifica tomando em

¹¹⁹ *Rule 9 do City Code*

consideração os objetivos prosseguidos com a aquisição de controlo, a estrutura acionista e a possibilidade de exercício efetivo do controlo (secção 37 do WpÜG¹²⁰). Não existe qualquer referência expressa ao caso de fusão.

Em França, o *Code Monétaire et Financier* remete para o *Règlement Général AMF* a fixação das condições em que a autoridade supervisora poderá conceder uma derrogação à obrigação de lançamento de OPA¹²¹. Por sua vez, o *Règlement Général AMF* prevê a possibilidade de afastamento do dever de lançamento de OPA no caso de o evento que lhe dá origem consistir numa operação de fusão aprovada em AG (arts. 234º-8 a 234º-10). Para que o dever seja afastado, é necessário que a AMF conceda a dispensa à obrigação, após a análise da repartição do capital e dos direitos de voto, bem como das circunstâncias que lhe servem de base¹²².

Em Espanha, a *Ley del Mercado de Valores* remete a determinação das situações em que não se aplicará o regime regra da OPA obrigatória para o *Real-Decreto nº1066/2007*. Ora, será necessário distinguir duas situações. Por um lado, no caso de a ultrapassagem do limite relevante decorrer de operação de fusão, no pressuposto de que o acionista se opôs à fusão e que a fusão não tem como objetivo a aquisição de controlo, o dever não se constitui¹²³. O interessado deverá apresentar um requerimento para aplicação da derrogação à CNMV. Por outro lado, quando uma sociedade adquira, em resultado da fusão, o controlo de uma terceira sociedade não participante na fusão, pode requerer uma dispensa à CNMV, sendo requisito para a concessão da derrogação a existência de outra entidade que detenha uma participação social superior¹²⁴.

Do exposto, é possível concluir que, na maior parte dos ordenamentos jurídicos *supra* referidos, não existe uma derrogação que opere automaticamente no caso de fusão, semelhante à estabelecida no CVM. São, pelo contrário, estabelecidos mecanismos de dispensa ou outros mecanismos protetores dos acionistas minoritários, tais como o *whitewash procedure*.

Por outro lado, em todos os ordenamentos jurídicos referidos, os casos de derrogação ou dispensa da obrigação de lançamento de OPA são bastante mais abrangentes e verificam-se em número bastante superior relativamente ao ordenamento

¹²⁰ STOHLMEIER, Thomas, *German Public Takeover Law*, 80

¹²¹ Art. L433-3, I do *Code Monétaire et Financier*

¹²² Antes de atingido o limite relevante. DJEHANE, Youssef, *ob. cit.*, 11

¹²³ Art. 8º, al. g) do *Real-Decreto nº1066/2007*

¹²⁴ Art. 7º do *Real-Decreto nº1066/2007*

jurídico português, onde, como verificámos, apenas se encontram previstos três casos de derrogação do dever.

Relativamente à *ratio* da inclusão de mecanismos de derrogação ou dispensa da obrigação de lançamento de OPA no caso de o controlo ter sido obtido como consequência de uma operação de fusão, a Comissão Europeia destaca dois motivos: facilitar a realização de transações benéficas para as sociedades, sócios e *stakeholders* e o facto de a operação ser objeto de deliberação em AG em respeito por procedimentos definidos por lei em que estará assegurada a proteção e informação dos acionistas¹²⁵.

4.2 O caso português

O CdMVM já previa, na al. h) do art. 528º-A, a derrogação da obrigação de lançamento de OPA em caso de fusão de sociedades¹²⁶, quando a ultrapassassem dos limites relevantes resultasse dos termos em que a fusão tivesse sido aprovada pelos acionistas das sociedades participantes, desde que no projeto de fusão submetido às AG “tenha sido devidamente explicitado que da operação resultará ou poderá resultar, para um ou mais acionistas devidamente identificados, percentagem de votos igual ou superior aos limiares que, nos termos dos artigos 527º e 528º, determinam a obrigatoriedade do lançamento de uma oferta pública de subscrição, parcial ou geral”. A redação adotada pelo CVM é um pouco diversa¹²⁷, prevendo que “o disposto no artigo 187º não se aplica quando a ultrapassagem do limite de direitos de voto relevantes nos termos dessa disposição resultar da fusão de sociedades, se da deliberação da assembleia geral da sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria dirigida constar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de oferta pública de aquisição”. A norma causa algumas dúvidas interpretativas, que merecem a nossa atenção¹²⁸.

Note-se que, atendendo à sua *ratio*, sobre a qual refletiremos adiante, a derrogação em causa apenas se poderá aplicar no caso de a sociedade visada pela OPA obrigatória ser uma das sociedades participantes na fusão. Assim, a norma não visa

¹²⁵ *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 149

¹²⁶ É a única derrogação que se mantém no regime atual. FERREIRA, Juliano, *ob. cit.*, 211

¹²⁷ Ainda que tenha sido inspirada no art. 528º-A, nº1, al. h) do CdMVC, cfr. PEREIRA, Jorge Brito, *Textos (...)*, *ob. cit.*, 64; FERREIRA, Juliano, *ob. cit.*, 198

¹²⁸ O mesmo sucedia com a redação equivalente do antigo CdMVM, cfr. PEREIRA, Jorge Brito, *A OPA (...)*, *ob. cit.*, 315-316

cobrir as situações em que uma ou mais sociedades dominantes da sociedade visada são objeto de fusão¹²⁹.

4.2.1 Requisitos de aplicação da derrogação

Para que a derrogação prevista na al. c) do nº1 do art. 189º se aplique, é necessário, em primeiro lugar, que a ultrapassagem dos limites previstos para a obrigação de lançamento de OPA ocorra por força da operação de fusão. Se existir uma alteração no controlo resultante de qualquer outro fator que possa impactar nos direitos de voto da sociedade, tal não deverá ser tido em conta para efeitos da derrogação. Assim, a operação de fusão terá de ser a causa da ultrapassagem do limiar previsto no art. 187º, de tal modo que dá origem ao dever de lançamento de OPA. Pelo contrário, se a ultrapassagem do limite ocorre imediatamente antes da fusão, a derrogação não se aplica¹³⁰.

Em segundo lugar, a AG da sociedade emitente dos VM em relação aos quais a oferta seria dirigida terá de mencionar, na deliberação por si tomada, que da operação resultaria o dever de lançamento de OPA. A norma refere-se à deliberação de aprovação da operação de fusão, prevista no art. 102º do CSC, a qual terá, assim, de mencionar expressamente que da operação aprovada resulta a ultrapassagem dos limites definidos no art. 187º, pelo que resultaria o dever de lançamento de OPA para o novo controlador.

Para alguns autores, o momento em que esta informação deve ser prestada não é claro, concluindo pelo dever de inclusão no projeto de fusão e na convocatória da AG, de modo a que os acionistas tenham previamente acesso à informação de que existirá um novo acionista controlador e tempo para formar a decisão de aprovação da operação e legitimação do controlo que expressarão em AG¹³¹. Esta solução parece-nos a mais congruente com o regime.

Por outro lado, apesar de a lei apenas dirigir este requisito à sociedade visada, concordamos com Juliano Ferreira quando conclui que a menção ao facto de resultar da operação de fusão o dever de lançamento de OPA por alteração na estrutura de controlo deverá ser incluída na deliberação de todas as sociedades participantes¹³². O autor

¹²⁹ Nesse sentido, CÂMARA, Paulo, *O dever (...), ob. cit.*, 252-253

¹³⁰ SILVA, João Calvão da, *Fusão (...), ob. cit.*, 48-49

¹³¹ Nesse sentido, SILVA, João Calvão da, *Ofertas (...), ob. cit.*, 988; SALGADO, Domingos, *ob. cit.*, 65, 71

¹³² FERREIRA, Juliano, *ob. cit.*, 207-208

exemplifica com o caso de fusão por constituição, em que a sociedade visada não é aquela cuja AG irá aprovar a operação e não se encontra constituída até ao termo do processo de fusão. Na ótica de Juliano Ferreira, o objetivo é que “as relações de poder resultantes de tal processo sejam previamente conhecidas e expressamente aceites pelos acionistas”, isto é, exige-se não só o conhecimento da situação de aquisição de controlo, como uma aceitação dessa situação¹³³.

Note-se que, na nossa ótica, a norma em questão poderá aplicar-se a casos de exceção, uma vez que a operação de fusão conduzirá, em regra, à diluição das participações de cada acionista, por oposição às situações de concentração do capital que suscitam a aplicação do regime da OPA obrigatória. No entanto, face à concreta relação de troca estabelecida, tal poderá não suceder, conduzindo à possibilidade de aplicação da norma derogatória.

4.2.2 A ratio da derrogação

Para a maioria da doutrina, o que justifica a inclusão da situação de fusão no âmbito das derrogações ao dever de lançamento de OPA é o facto de os interesses a defender com a obrigação já se encontrarem devidamente protegidos em virtude da aplicação do regime da fusão¹³⁴.

A doutrina sustenta este entendimento no facto de os acionistas, já informados da alteração do controlo da sociedade visada, serem chamados a pronunciar-se sobre a operação de fusão em sede de AG, conhecendo e aceitando as relações de poder resultantes da operação de fusão¹³⁵. Jorge Brito Pereira refere que “são as entidades que a obrigação de OPA iria defender que criam os pressupostos de tal obrigação e que esclarecidamente aceitam que a obrigação não terá de ser cumprida”, uma vez que, quando aprovam a fusão, referem que dali resultaria dever de lançamento de OPA e derrogam a obrigação¹³⁶. Por essa razão, considera-se que está assegurada a transparência, integridade e lealdade da operação e do mercado¹³⁷. Defendem estes autores que, na ótica do legislador, o regime da fusão confere adequada tutela aos

¹³³ *Ibid.*, 205, 207

¹³⁴ CÂMARA, Paulo, *O dever (...), ob. cit.*, 252; PEREIRA, Jorge Brito, *Textos (...), ob. cit.*, 65; SILVA, João Calvão da, *Fusão (...), ob. cit.*, 50; SILVA, João Calvão da, *Ofertas (...), ob. cit.*, 988; FERREIRA, Juliano, *ob. cit.*, 205; RODRIGUES, André Mondaine, *ob. cit.*, 352

¹³⁵ FERREIRA, Juliano, *ob. cit.*, 205

¹³⁶ PEREIRA, Jorge Brito, *Textos (...), ob. cit.*, 65

¹³⁷ SILVA, João Calvão da, *Fusão (...), ob. cit.*, 58-59

interesses dos acionistas minoritários¹³⁸. Por essa razão, Calvão da Silva conclui que a derrogação “evita uma pesada duplicação ou segunda via de tutela de idênticos interesses, não julgada razoável, proporcionada ou justificada pelo legislador”¹³⁹.

Jorge Brito Pereira destaca o facto de a operação depender da aprovação por maioria qualificada¹⁴⁰, considerando, no entanto, que a aprovação por 2/3 dos votos emitidos faz com que os minoritários fiquem pouco representados, já que os acionistas detentores de mais ações, e conseqüentemente mais votos, têm mais peso na votação. Se não querem lançar OPA, votam a favor da derrogação. Por outro lado, os acionistas minoritários – aqueles que o regime da OPA pretende defender – que votaram contra a fusão ficam impedidos de vender as suas participações sob o regime da OPA obrigatória. Jorge Brito Pereira considera que esta é “uma consequência prática perversa do sistema que, como é claro, não afeta a aplicação da regra”¹⁴¹.

Para Paulo Câmara, releva a aprovação da operação por todos os intervenientes societários. O autor considera que existe uma “maior legitimação desta técnica de concentração”, uma vez que a operação de fusão envolve necessariamente a aprovação da operação pelos órgãos sociais das sociedades participantes¹⁴².

Por sua vez, Ferreira de Almeida refere a possibilidade de oposição à operação oferecida pelo regime da fusão, que faz com que, em termos de informação e mecanismos de reação, os interesses a proteger já estejam acautelados¹⁴³.

Por outro lado, o autor refere como justificação da derrogação a intenção do legislador de incentivar a realização de operações de fusão¹⁴⁴. Nesse sentido, Calvão da Silva refere que a fusão “constitui causa de isenção de OPA obrigatória, porque prossegue objetivos próprios, legítimos fins inerentes: a redução à unidade da estrutura organizativa da empresa ou atividade económica e dos patrimónios de duas ou mais sociedades fundidas, com igualdade, lealdade e transparência de tratamento entre os sócios”¹⁴⁵, que o legislador poderá, de facto, querer preservar.

¹³⁸ TAVARES, Diogo, *ob. cit.*, 276. No mesmo sentido, SILVA, João Calvão da, *Fusão (...)*, *ob. cit.*, 58-59

¹³⁹ SILVA, João Calvão da, *Fusão (...)*, *ob. cit.*, 58-59

¹⁴⁰ PEREIRA, Jorge Brito, *Textos (...)*, *ob. cit.*, 65

¹⁴¹ *Ibid.*, 65, nota de rodapé 49

¹⁴² CÂMARA, Paulo, *Manual (...)*, *ob. cit.*, 683

¹⁴³ ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *ob. cit.*, 13

¹⁴⁴ *Ibid.*, 13

¹⁴⁵ SILVA, João Calvão da, *Fusão (...)*, *ob. cit.*, 58

4.2.3 Análise crítica

Apesar de alguns interesses subjacentes ao regime da OPA obrigatória e da fusão se sobreporem, consideramos que, sob a aplicação do regime da fusão, os acionistas não gozam da mesma proteção que resultaria da aplicação do regime da OPA obrigatória.

Apesar de a Diretiva das Fusões ter conferido ao legislador alguma margem de decisão no que respeita à definição da maioria exigível para a aprovação da operação de fusão, exigindo um mínimo de 2/3 dos votos correspondentes aos títulos e ao capital subscrito representados, como referido, o legislador nacional optou por exigir uma maioria de 2/3 dos votos emitidos¹⁴⁶. Tal opção conduzirá à eventualidade de a operação ser aprovada, havendo acionistas que não tenham votado a seu favor.

Para Calvão da Silva, o facto de constar da deliberação da AG que da fusão resulta a obrigação de lançamento de OPA equivale à renúncia consciente dos sócios ao “direito de lançamento de OPA, em prol da racionalização e das sinergias”¹⁴⁷. Ainda que o processo de fusão garanta a obtenção de informação necessária por parte dos acionistas votantes¹⁴⁸, tal conhecimento não significará naturalmente a aprovação do processo e a renúncia do direito à OPA, especialmente no caso de o acionista controlador, que se será, por isso mesmo, um acionista maioritário, com um poder de voto com grande peso, participar na votação. A aprovação da operação significa a renúncia pela maioria – poder-se-á dizer, em consequência, pela própria sociedade – mas não por todos os acionistas individuais. A preocupação subjacente ao regime da OPA obrigatória e à própria Diretiva das OPAs é a proteção dos acionistas e não da sociedade visada, ao consagrar um poder individual de cada acionista minoritário que se consubstancia num direito de saída da sociedade. No regime da fusão, a maioria vincula a totalidade dos acionistas, o que revela uma incongruência entre os regimes. Com a aprovação da fusão por 2/3 dos votos emitidos, o direito de saída dos acionistas minoritários é anulado: “a preocupação do legislador de conceder informação e tempo

¹⁴⁶ Calvão da Silva considera tratar-se de “opção compreensível, olhando à realidade da pequena e média dimensão das empresas portuguesas, a justificar, por isso mesmo, o espírito que lhe subjaz de não dificultar as deliberações de aprovação de operações de fusão de sociedades”. *Ibid.*, 53

¹⁴⁷ SILVA, João Calvão da, *Suspensão (...)*, *ob. cit.*, 19

¹⁴⁸ GASPAR, Guilherme Garrido, *ob. cit.*, 404-412

suficientes aos acionistas para formarem a sua decisão (...) acaba por ser inconsequente”¹⁴⁹.

Adicionalmente, considere-se o exemplo em que um acionista detém participações sociais nas duas sociedades participantes na fusão e, em razão da mesma, adquirirá uma posição de controlo numa das sociedades. O facto de o acionista votar na AG que delibera sobre a aprovação de fusão e consequente dever de lançamento de OPA conduzirá à imposição da sua vontade em AG, dada a sua posição maioritária. A este propósito, alguns autores refletem sobre a possibilidade de o acionista que adquirirá o controlo em virtude da fusão se encontrar numa situação de conflito de interesses quando exerce o direito de voto em AG. A doutrina diverge, desde logo, na qualificação da situação como conflito de interesses¹⁵⁰ e, ademais, na classificação da situação de conflito como impeditiva do exercício de direito de voto¹⁵¹. No limite, caso se entenda que o acionista que adquire o controlo fica constituído numa situação de conflito e, por isso, se encontra impedido de votar, a aprovação da fusão por parte dos restantes acionistas tornar-se-ia legitimadora da situação de conflito. Concordamos com Juliano Ferreira, quando defende que “a relevância da voluntariedade da aceitação das novas relações de poder, enquanto causa de afastamento do dever de lançamento de oferta de aquisição, apenas adquire pleno sentido no caso de ser deliberada unicamente pelos acionistas que não sejam pessoal e diretamente beneficiários da mesma”¹⁵².

Relativamente aos sócios que votaram contra a fusão, conforme mencionado, o CSC prevê um direito de exoneração. No entanto, não se prevê a atribuição direta do direito, mas a possibilidade de atribuição pela lei ou pelo contrato de sociedade.

¹⁴⁹ SALGADO, Domingos, *ob. cit.*, 91

¹⁵⁰ Juliano Ferreira considera que se trata de uma situação de conflito, apoiando-se nos arts. 384º, nº6 e 251º do CSC, in FERREIRA, Juliano, *ob. cit.*, 209-210. Pelo contrário, Raúl Ventura considera que o elenco do art. 251º é taxativo, in VENTURA, Raúl, *Sociedades por quotas*, 286; Domingos Salgado considera que dificilmente se poderá enquadrar numa situação de conflito de interesses, uma vez que tal implicará uma divergência entre o interesse social e o interesse do sócio maioritário, in SALGADO, Domingos, *ob. cit.*, 77. Embora concordemos com a fundamentação utilizada por Salgado, não cremos que a conclusão a adotar seja a dificuldade de enquadramento numa situação de conflito, pelo contrário: terá de se aferir *in casu* se o interesse próprio do sócio e o interesse da sociedade na realização da operação de fusão são contrários

¹⁵¹ Considerando que se tratará de uma situação de impedimento de voto em caso de conflito de interesses, ABREU, Jorge Coutinho de, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. IV, 73-75

¹⁵² FERREIRA, Juliano, *ob. cit.*, 209

A lei prevê o direito de exoneração no art. 116º, nº4 do CSC, aplicável aos casos de fusão por incorporação de sociedade detida pelo menos a 90% por outra^{153 154}, e, na parte especial do CSC, nos arts. 185º, 240º e 474º, aplicáveis às sociedades em nome coletivo, às SQ e às sociedades em comandita simples, respetivamente. Contudo, tais previsões acabam por não ter qualquer relevância no âmbito da fusão, uma vez que a fusão não se encontra entre as causas invocáveis para o exercício do direito¹⁵⁵. O direito de exoneração não se encontra previsto para as SA, o que Pedro Pais de Vasconcelos justifica com o facto de a possibilidade de saída da sociedade ser assegurada pelo regime de livre circulação e transmissibilidade de ações, embora destaque o facto de o sócio nem sempre conseguir alienar as suas participações, por não encontrar um interessado na aquisição ou por a contrapartida oferecida ser inferior ao seu valor económico¹⁵⁶.

Assim, apoiando-se no argumento literal e destacando a inexistência de previsão deste direito a nível europeu, a maioria da doutrina considera que o art. 105º do CSC não consagra um direito de exoneração, regulando-o apenas¹⁵⁷. Para Raúl Ventura, esta opção do legislador significa que a fusão não é encarada por este como justificativa do afastamento dos sócios¹⁵⁸. Guilherme Garrido Gaspar acaba por concluir que este direito “depende apenas de previsão pelo contrato de sociedade”, propondo a introdução

¹⁵³ O art. 28º da Diretiva das Fusões consagra apenas o direito de exoneração dos acionistas minoritários no caso de fusão por incorporação de sociedade numa outra que detenha 90% ou mais, mas não a totalidade, dos respetivos títulos que confirmam direito de voto

¹⁵⁴ Os sócios que tenham votado contra o processo de fusão só gozam de direito de exoneração se tiver sido convocada uma AG requerida por sócios detentores de pelo menos 5% do capital social, nos termos do art. 116º, nº3, al. d) do CSC. Costa Gonçalves defende que, no caso de ter sido objetivo do legislador conferir o mesmo grau de proteção que é atribuído com o instituto da alienação potestativa, previsto no art. 490º, nº5 do CSC, o regime deverá ser revisto. in GONÇALVES, Diogo Costa, *As recentes (...), ob. cit.*, 577

¹⁵⁵ Raúl Ventura considera que não existe um direito geral de exoneração dos sócios nas SQ, mas causas especiais de exoneração previstas na lei ou no contrato. VENTURA, Raúl, *Sociedades (...), ob. cit.*, 19

¹⁵⁶ O regime de exoneração nas sociedades de pessoas é mais liberal do que nas sociedades de capitais devido à maior abertura do elemento pessoal. in VASCONCELOS, Pedro Pais de, *ob. cit.*, 15-16, 28; BOTELHO, Gustavo de Sousa, *ob. cit.*, 22, 48, 53

¹⁵⁷ VENTURA, Raúl, *Fusão, (...), ob. cit.*, 140; GONÇALVES, Diogo Costa, *Direitos Especiais (...), ob. cit.*, 341; GASPAR, Guilherme Garrido, *ob. cit.*, 423-425; ABREU, Jorge Coutinho, *Curso (...), ob. cit.*, 420; BAPTISTA, Daniela Farto, *ob. cit.*, 222-223

Domingos Salgado exemplifica com o art. 116º, nº4, que prevê um direito regulado pelo art. 105º do CSC. in SALGADO, Domingos, *ob. cit.*, 80-81

¹⁵⁸ VENTURA, Raúl, *Fusão, (...), ob. cit.*, 140

da fusão como causa de direito de exoneração dos sócios no art. 240º do CSC, desde que observados determinados requisitos¹⁵⁹.

Quanto à previsão estatutária do direito de exoneração em caso de fusão, verificamos que tal não é tradição no contexto das sociedades portuguesas¹⁶⁰. Discute-se na doutrina se, em caso de estipulação estatutária do direito de exoneração em sede de fusão, os sócios são titulares de qualquer prerrogativa de afastamento voluntário e unilateral. Raúl Ventura considera que a norma do art. 105º reveste carácter imperativo, pelo que a sua aplicação não pode ser afastada pelas partes¹⁶¹.

Assim, mesmo tendo votado contra a fusão, os sócios ficarão desprotegidos se não forem titulares de um direito de exoneração – o que, face ao exposto, concluímos ser a situação mais comum.

Ficam, ainda, desprotegidos os acionistas ausentes ou que se tenham absterido na deliberação de aprovação da fusão, que verão a situação de controlo da sociedade ser alterada sem que possam, ainda que em teoria, exonerar-se¹⁶².

Ainda acerca das questões suscitadas pela derrogação em causa, é de salientar que o regime da OPA obrigatória pretende garantir a qualquer acionista minoritário o direito de saída da sociedade, assegurando alguns requisitos, incluindo no que toca à contrapartida mínima. Os critérios definidos pelo art. 188º e pelo art. 105º, nº2 do CSC divergem, desde logo, por no primeiro se incorporar o prémio de controlo no cálculo da contrapartida e pelo facto de o acionista minoritário ficar defendido de quebras valorativas e redução de liquidez subsequentes à tomada de controlo¹⁶³, o que não sucede em sede de aplicação das normas aplicáveis à fusão. Além disso, por aplicação

¹⁵⁹ O autor considera que o mesmo não poderá, em princípio, ser aplicado às SA, onde o elemento pessoal é mitigado e existe maior facilidade de alienação das ações, equacionando apenas a possibilidade de consagração deste direito no caso de SA com um número limitado de acionistas e com um capital social reduzido. Os requisitos a observar vão no sentido de proteger os sócios minoritários da sociedade que tenha menor peso na relação de troca, com os quais não concordamos, por consideramos que os sócios minoritários da sociedade com maior peso na relação de troca podem ser igualmente prejudicados. V. GASPAR, Guilherme Garrido, *ob. cit.*, 427

¹⁶⁰ CÂMARA, Paulo, *Manual (...)*, *ob. cit.*, 597 e 684; GASPAR, Guilherme Garrido, *ob. cit.*, 428, nota de rodapé 120

¹⁶¹ VENTURA, Raúl, *Fusão, (...)*, *ob. cit.*, 140

¹⁶² *Ibid.*, 143; ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *ob. cit.*, 13; GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão (...)*, *ob. cit.*, 280

Guilherme Garrido Gaspar refere que esta limitação tem natureza injuntiva, pelo que os estatutos da sociedade não podem dispor de forma diversa, sob pena de nulidade. GASPAR, Guilherme Garrido, *ob. cit.*, 424-425

¹⁶³ CÂMARA, Paulo, *O dever (...)*, *ob. cit.*, 212; VASCONCELOS, Pedro Pais de, *ob. cit.*, 19, 25; ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *ob. cit.*, 13; SALGADO, Domingos, *ob. cit.*, 92

do regime da OPA obrigatória, quem adquire a participação social é o acionista que adquiriu o controlo e não a sociedade, ao contrário do que sucederá, em princípio, quando é acionado o direito de exoneração em sede de fusão.

Concordamos com Domingos Salgado quando conclui que o regime aplicável à fusão não acautela os riscos derivados da aquisição de controlo que se pretende acautelar com o regime da OPA obrigatória: “benefícios privados do controlo, (...) perda de poder relativo dos acionistas e a possibilidade de alteração na gestão da sociedade”, defendendo que tais riscos “em nada são diminuídos por o controlo ser adquirido através de uma fusão”¹⁶⁴.

Assim, a derrogação basear-se-ia na convicção de que os interesses a acautelar no âmbito da OPA obrigatória já se encontram protegidos. Contudo, pelas razões expostas acima, concluímos que a proteção conferida pelos regimes não é equivalente, sendo bastante mais forte e abrangente no caso da OPA obrigatória. Deste modo, não compreendemos em que medida é que o regime da fusão de sociedades justifica, *per si* e desde que cumprido o requisito de menção da obrigatoriedade de lançamento de OPA em AG da sociedade visada, a derrogação prevista no art. 189º, nº1, al. c)¹⁶⁵, já que o regime da OPA obrigatória foi previsto para proteger os acionistas minoritários e a derrogação acaba por desprotegê-los se não votarem a favor da fusão. Em respeito pelos princípios estabelecidos na Diretiva das OPAs, têm de ser estabelecidos mecanismos que protejam estes acionistas, o que consideramos que não se verifica com a atual derrogação.

4.3 O caso da NOS

Em Portugal, a aplicação da derrogação do dever de lançamento de OPA no caso de o controlo ser adquirido em virtude de operação de fusão de sociedades ocorreu num número bastante reduzido de ocasiões¹⁶⁶.

Um dos raros casos de aplicação prática desta derrogação, que merece a nossa atenção, pelas questões particulares que suscita, ocorreu em 2013, aquando da fusão da

¹⁶⁴ SALGADO, Domingos, *ob. cit.*, 89, 91

¹⁶⁵ No mesmo sentido, TAVARES, Diogo, *ob. cit.*, 276

¹⁶⁶ É de referir, por exemplo, a derrogação concedida pela CMVM à Farminveste, S.A. relativamente à obrigação de lançamento de OPA sobre a ParaRede - SGPS, S.A., na sequência da fusão por incorporação da Consiste - Sistemas de Informação, SGPS, Unipessoal, Lda., sociedade indiretamente detida pela Farminveste, S.A., na ParaRede - SGPS, S.A., em 4 de julho de 2008. Cfr. anúncio de lançamento de oferta pública de aquisição geral e voluntária de ações representativas do capital social da Glintt - Global Intelligent Technologies, S.A.

ZON e da Optimus. Ambas as sociedades tinham como objeto social a gestão de participações sociais noutras sociedades, como forma indireta de exercício de uma atividade económica relacionada com o mercado de telecomunicações e multimédia, pelo que consideraram que a operação conduziria ao desenvolvimento e inovação dos produtos e serviços oferecidos, à criação de sinergias, ao aumento da produtividade e ao consequente crescimento do negócio das sociedades¹⁶⁷.

A fusão ocorreu, nos termos do art. 97º, nº4, al. a) do CSC, por incorporação da Optimus na ZON, mediante a transferência global do património da primeira para a segunda e a atribuição aos acionistas da Optimus de ações representativas do capital social da ZON. Verificou-se um aumento de capital no valor de 2.060.645,52 EUR, com emissão de 206.064.552 novas ações¹⁶⁸, numa proporção de aproximadamente 1,79 ações da ZON por cada ação da Optimus, tendo em consideração a relação de troca estabelecida cujo quociente entre o valor da ZON e da Optimus foi de 1,5. Com a fusão, a firma social da ZON foi alterada para ZON Optimus, SGPS, S.A. (atualmente, NOS, SGPS, S.A.).

Por um lado, a Optimus era detida a 100% pela Sonaecom, embora as participações fossem imputadas, nos termos dos arts. 20º, nº1, al. b) e 21º, às sociedades Sontel BV, Sonae Investments BV, Sonae, SGPS, S.A., EFANOR Investimentos, SGPS, S.A. e ao Eng. Belmiro de Azevedo, sendo este último o *ultimate beneficial owner* da Sonaecom. Por outro lado, a ZON tinha o capital disperso por vários acionistas, de onde se destaca a Eng. Isabel dos Santos, enquanto pessoa singular a quem eram imputadas, nos termos dos arts. 20º, nº1, al. b) e 21º, as participações sociais representativas de 18,81% e 10% do capital da ZON, respetivamente detidas pela Unitel e pela Kento.

Enquanto promotores da operação de fusão¹⁶⁹, a Sonaecom, a Unitel e a Kento comunicaram previamente ao mercado a sua intenção de constituir um SPV – a ZOPT – que detivesse as suas participações sociais na ZON Optimus em consequência da fusão, regulando as relações entre si através de um acordo parassocial celebrado a 14 de dezembro de 2012¹⁷⁰. Assim, a participação representativa de 28,81% do capital social da ZON detida pela Eng. Isabel dos Santos, bem como parte da participação (81,81%)

¹⁶⁷ Cfr. capítulo III, ponto 1 do respetivo projeto de fusão por incorporação

¹⁶⁸ Cfr. comunicado emitido pela ZON Optimus sobre o número de ações e direitos de voto

¹⁶⁹ Particularidade da fusão da ZON e da Optimus, dado que o processo de fusão é normalmente promovido pelos Conselhos de Administração das sociedades participantes

¹⁷⁰ Cfr. comunicado emitido pela ZON sobre a celebração de acordo parassocial

da Sonaecom no capital social da Optimus, seriam transferidas para este veículo. A ZOPT passaria a ser detida, em partes iguais, pela Eng. Isabel dos Santos, através da Unitel e da Kento, e pela Sonaecom, com as respetivas participações de 32,65%, 17,35% e 50%¹⁷¹.

Uma das condições apresentadas no projeto de fusão para a concretização da operação era a emissão da declaração de derrogação do dever de lançamento de OPA pela CMVM, nos termos da al. c) do nº1 do art. 189º, em virtude da ultrapassagem do limite de 50% dos direitos de voto na sociedade incorporante pela ZOPT, com a ressalva de que caberia aos acionistas “decidir se devem ou não aprovar a operação de fusão com ponderação da aplicabilidade da citada derrogação”¹⁷². Assim, constava expressamente do projeto de fusão que a operação implicaria a constituição do dever para o oferente¹⁷³.

Após deliberação das AG da ZON e da Optimus a aprovar a operação, a CMVM deferiu a derrogação, a 18 de abril de 2013, justificando a sua decisão com o facto de constar “expressamente da deliberação da assembleia geral da ZON, sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria dirigida, que da operação resultaria o dever de lançamento de oferta pública de aquisição”¹⁷⁴. A CMVM referiu na sua declaração que, dado que a Eng. Isabel dos Santos e o Eng. Belmiro de Azevedo são “os *ultimate beneficial owners* de um domínio conjunto sobre a ZON, ainda que a exercer indiretamente por via das sociedades por si dominadas (...) e nos termos de acordo parassocial entre elas celebrado, serão aquelas que, de forma conjunta, e não fora a presente derrogação, terão de lançar oferta pública de aquisição”, instruindo a ZOPT para, no momento de concretização da fusão e conseqüentemente de constituição do dever, confirmar a manutenção dos factos em que a decisão de derrogação se fundamentou¹⁷⁵.

Após a concessão das autorizações necessárias, a fusão foi registada em 27 de agosto de 2013¹⁷⁶. Na mesma data, a Sonaecom, a Kento e a Unitel participaram no aumento de capital por entradas em espécie da ZOPT, previamente constituída a 26 de

¹⁷¹ Para deter 50% do capital da ZOPT, a Eng. Isabel dos Santos adquiriu participações sociais da Optimus

¹⁷² Cfr. capítulo III, ponto 2 do respetivo projeto de fusão por incorporação

¹⁷³ Como defendido por Calvão da Silva, cfr. menção anterior

¹⁷⁴ Cfr. ata da AG da ZON que delibera a aprovação do projeto de fusão e deliberação da CMVM sobre a derrogação do dever de lançamento de OPA

¹⁷⁵ Cfr. deliberação da CMVM sobre a derrogação do dever de lançamento de OPA

¹⁷⁶ Cfr. comunicado de informação privilegiada sobre o registo da fusão e a produção de efeitos da derrogação do dever de lançamento de OPA emitido pela ZON Optimus

dezembro de 2012, por meio do qual transmitiram as ações representativas de 81,81% do capital social da Optimus, de 10% do capital da ZON e de 18,81% do capital da ZON, respetivamente, conforme mencionado *supra*¹⁷⁷.

Por força da fusão, a ZOPT adquiriu ainda 168.575.228 novas ações representativas de 32,7% do capital social e dos direitos de voto da ZON Optimus, passando a deter uma participação direta de 50,01% na sociedade, o que colocaria a sociedade numa situação de dever de lançamento de OPA, nos termos do art. 187º. A participação adquirida pela ZOPT no capital social da ZON Optimus é imputável (i) à Kento e à Unitel, bem como à Eng. Isabel dos Santos, nos termos dos arts. 20º, nº1, al. b) e c) e 21º, dado que a ZOPT é controlada pela Kento, Unitel e Sonaecom em virtude da celebração do acordo parassocial *supra* referido e, por sua vez, a Kento e a Unitel são controladas direta e indiretamente pela Eng. Isabel dos Santos, e (ii) à Sonaecom e entidades que com esta estão em relação de domínio, designadamente a SONTEL, BV, a Sonae Investments, BV, a SONAE, SGPS, S.A., a EFANOR INVESTIMENTOS, SGPS, S.A. e o Eng. Belmiro de Azevedo, também nos termos dos arts. 20º, nº1, al. b) e al. c) e 21º e em virtude do referido acordo parassocial¹⁷⁸.

Na mesma data, a CMVM confirmou a manutenção dos pressupostos e a aplicação da derrogação da obrigação de lançamento de OPA¹⁷⁹, pelo que as entidades *supra* referidas não lançaram OPA sobre os VM emitidos pela ZON.

Do referido, podemos concluir que a operação de fusão por incorporação da Optimus na ZON se revestiu de várias particularidades às quais se ficou inclusivamente a dever a constituição da obrigação de lançamento de OPA nos termos descritos: desde logo, a criação de um SPV que detivesse o controlo da sociedade visada e a simultaneidade da fusão com a transmissão das participações sociais relevantes para aferição da alteração da posição de controlo na sociedade para esse SPV.

Face ao que *supra* concluímos, em abstrato, relativamente ao facto de os interesses dos acionistas minoritários não se encontrarem assegurados pela aplicação do regime da fusão do mesmo modo que no regime da OPA obrigatória, consideramos que o caso da NOS ilustra adequadamente as nossas preocupações.

¹⁷⁷ Cfr. comunicado de participação qualificada da Sonaecom

¹⁷⁸ Cfr. comunicado de divulgação de participação qualificada emitida pela ZON Optimus, nos termos do art. 17º

¹⁷⁹ Cfr. comunicado de informação privilegiada sobre o registo da fusão e a produção de efeitos da derrogação do dever de lançamento de OPA emitido pela ZON Optimus

Conforme exposto, todo o processo foi iniciado e conduzido pelos acionistas majoritários das duas sociedades participantes na fusão, que, poderá dizer-se, moldaram a estrutura da operação conforme decidido apenas por si, ao constituir um SPV detentor das participações majoritárias na sociedade visada, o que, de resto, não requereu qualquer intervenção dos restantes acionistas.

Caso o dever se tivesse constituído unicamente em virtude da operação de fusão, sem a transferência das participações sociais majoritárias de cada uma das sociedades participantes para a ZOPT, face à relação de troca estabelecida, esta conduziria à atribuição de 40% das ações representativas da ZON Optimus à Sonaecom, constituindo esta entidade e aquelas que consigo estão em relação de domínio na obrigação de lançar OPA, nos termos do art. 187º. Assim, a transferência do controlo da ZON Optimus para uma nova entidade reverteu o modo como todo o procedimento seria aplicável: a entidade que estaria obrigada ao lançamento de OPA nos termos do art. 187º deixou de ver constituída na sua esfera jurídica esse dever. Ao mesmo tempo, os acionistas minoritários das sociedades envolvidas, aqueles cujo regime da OPA obrigatória pretende proteger, não poderiam ter qualquer influência nessa modificação, que apenas se ficou a dever à transmissão de participações pelos acionistas majoritários.

Face a todo o envolvimento e, diríamos, supremacia dos acionistas majoritários, verificamos que a CMVM declarou a aplicação da derrogação prevista na al. c) do nº1 do art. 189º, com base no consentimento dado em AG da sociedade visada. Colocando este facto em contraposição com a *ratio* do regime da OPA obrigatória, que expusemos acima, afigura-se-nos pouco intuitiva a razão pela qual a CMVM tomou esta opção – exceto se tomarmos em consideração apenas o elemento literal da norma. Centrando-nos, assim, no elemento teleológico, esta declaração da CMVM leva-nos a questionar qual será o sentido último do consentimento a prestar pelos acionistas em AG.

Relativamente à aprovação da fusão em AG da ZON, destacamos o facto de o acionista que iria adquirir o controlo da ZON não ter estado impedido de votar, ainda que indiretamente, pelo que a decisão contou com a influência do seu voto majoritário. Poderá, assim, colocar-se uma questão relacionada com um possível conflito de interesses, nos termos mencionados *supra*.

Por outro lado, apesar de não termos tido acesso aos estatutos sociais da ZON¹⁸⁰, concluímos que nenhuma referência ao direito de exoneração foi feita ao longo do

¹⁸⁰ Por sua vez, os estatutos sociais da ZON Optimus constantes do respetivo projeto de fusão por incorporação não previam o direito de exoneração dos acionistas

processo de fusão, pelo que os acionistas minoritários que votaram contra a fusão não teriam visto na sua esfera jurídica nenhum mecanismo de saída da sociedade, ficando sujeitos à decisão dos acionistas majoritários. O mesmo sucederia relativamente aos acionistas ausentes ou que se tenham absterido na votação.

Do mesmo modo, questionamos qual será a razão para a derrogação se encontrar prevista nestes termos para o caso de fusão e não para qualquer outro caso em que, por exemplo, os acionistas majoritários ou a totalidade dos acionistas decidam não aplicar a regra da OPA obrigatória face a uma ultrapassagem dos limites aí estabelecidos. Tendo em conta que não foi esta a opção do legislador, a *ratio* estará necessariamente relacionada com a operação de fusão em si, que assumirá uma relevância maior do que o consentimento dos acionistas isoladamente considerado.

Face ao exposto, não encontramos qualquer justificação de aplicação da derrogação ao caso de fusão que não se prenda diretamente com a intenção do legislador de privilegiar a concentração empresarial que, conforme mencionado, é proporcionada pela operação de fusão. O sentido final do consentimento dos acionistas em AG é de legitimação e estende-se unicamente até ao ponto onde começa a necessidade de favorecimento desta técnica de concentração empresarial. Assim, concluimos que a *ratio* para o estabelecimento desta derrogação não se prende fundamentalmente com a proteção dos acionistas minoritários, mas com o objetivo de privilegiar a realização destas operações, o que justifica a previsão da derrogação do art. 189º, nº1, al. c).

CONCLUSÃO

Iniciámos este trabalho na convicção de que a razão de ser da derrogação da obrigação de lançamento de OPA no caso de fusão não é facilmente compreensível.

Face a esta dificuldade, procurámos perceber o que estaria na base desta previsão, isto é, qual seria a *ratio* para o estabelecimento de uma derrogação ao dever quando a alteração do controlo fosse especificamente proveniente deste tipo de operação, quando na deliberação da AG da sociedade visada conste expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de OPA. Acabámos por verificar que, na ótica da maioria da doutrina, o legislador previu a derrogação por considerar que a aplicação das normas aplicáveis à fusão garantia que os interesses que o mesmo pretendeu tutelar com o regime da OPA obrigatória se encontravam salvaguardados.

Apesar de a maioria da doutrina considerar que os interesses subjacentes estão igualmente protegidos, consideramos que tal não acontece. O regime aplicável à fusão, em particular no que diz respeito ao direito de exoneração – que seria o paralelo mais próximo do direito de saída conferido pela OPA obrigatória –, não assegura verdadeiramente um direito de saída da sociedade para os acionistas minoritários, desde logo porque não observa as regras da contrapartida mínima estabelecidas no regime da OPA obrigatória, expondo o acionista a variações de preço das participações sociais de que é titular, e depende de previsão na lei ou nos estatutos sociais, o que, como mencionado, é de verificação bastante rara. Os acionistas ausentes ou que se tenham absterido na votação também não terão direito de exoneração, pelo que o grau de proteção nunca será semelhante ao conferido pelo regime da OPA obrigatória.

Por outro lado, tendo em conta a configuração atribuída à derrogação, se 2/3 dos acionistas podem derrogar o dever de lançamento de OPA no caso de fusão, questionámos qual será a razão para não existir uma derrogação em que o dever de lançamento de OPA pode ser simplesmente afastado por deliberação aprovada por 2/3 dos acionistas. Consideramos que o espírito de tal estipulação seria contrária à *ratio* do regime da OPA obrigatória, por não permitir a legitimação da aquisição do controlo pela totalidade dos acionistas. O direito de saída – e consequentemente a possibilidade do seu exercício – tem de ser atribuído individualmente, pelo que nenhum acionista poderá, nesta matéria, ficar sujeito à vontade da maioria. No entanto, consideramos que o mesmo acontece com a derrogação estabelecida no art. 189º, nº1. al. c).

Numa tentativa de exploração mais profunda do tema e apoiando-nos no caso da fusão da ZON e da Optimus e nas suas características particulares, nomeadamente de

iniciativa e condução do processo de fusão pelos acionistas majoritários das sociedades participantes e de transferência de participações sociais para um SPV que se tornaria a entidade obrigada ao lançamento de OPA em virtude da fusão, face à declaração de aplicação da derrogação do dever pela CMVM, acabámos por constatar que o objetivo do legislador ao prever a derrogação referida é, sim, o de favorecer a realização deste tipo de operações, que potenciam a concentração empresarial e criam valor económico, nomeadamente pela criação de sinergias.

Por estas razões, concluímos que o objetivo primordial da derrogação do art. 189º, nº1, al. c) não é proteger os acionistas minoritários, mas favorecer a concentração, acabando, até, por desproteger aqueles que o regime da OPA obrigatória pretende proteger. A derrogação é, então, fruto de um balanço e de uma ponderação de interesses diversos pelo legislador.

BIBLIOGRAFIA

- ABREU, Jorge Coutinho de, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. II, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2015
- ABREU, Jorge Coutinho de, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. IV, Almedina, Coimbra, 2017
- ABREU, Jorge Coutinho, *Curso de Direito Comercial – das Sociedades*, Vol. II, 4ª edição, Almedina, Coimbra, 2013
- ALMEIDA, Carlos Ferreira de, “OPA Obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento”, in *Estudos do Instituto de Valores Mobiliários*, 2013, disponível em https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1378738637opa_obrigat%C3%B3ria_no_direito_portugu%C3%AAs_cfa.pdf
- ANDRADE, Margarida Costa, “Algumas considerações sobre a oferta pública de aquisição de acções simples e voluntária no regime jurídico português”, in *Boletim da Faculdade de Direito*, Vol. 78, FDUC, Coimbra, 2002, 699-744
- ANTUNES, José Engrácia, “A igualdade de tratamento dos acionistas na OPA”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 2, Vol. 3, Almedina, Coimbra, março 2010, 87-111
- ANTUNES, José Engrácia, *Direito das sociedades*, 4ª edição (edição de autor), Porto, janeiro 2013
- BAPTISTA, Daniela Farto, *O Direito de Exoneração dos Acionistas: das suas causas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2005
- BERGLOF, Erik, BURKART, Mike, *European Takeover Regulation*, abril 2003, disponível em <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=5621161000730950250260940910641140050490000010370650880991120810020240240310050551180120270041120210901>

18028078000008070081093000068027093000000102125115027041014075084075126064079010073066108023072070026122118006115086123124125065112071073123&EXT=pdf

- BOTELHO, Gustavo de Sousa, *O direito de exoneração do acionista minoritário, A saída da sociedade aberta após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas*, Almedina, Coimbra, 2014

- CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª edição, Almedina, Coimbra, 2016

- CÂMARA, Paulo, “O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo Código de Valores Mobiliários”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº7, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, 196-269, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07PauloCamara.pdf>

- CÂMARA, Paulo, BASTOS, Miguel Brito, “O direito de aquisição de empresas: uma introdução”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, 13-64

- CARREIRO, Sofia, “A fusão”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, 127-155

- CLEAVER, Craig, *United Kingdom – Takeover guide*, disponível em <https://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=4AB94473-FCCE-448A-AF06-1D876876B47C>

- COUTO, Ana Sá, “Breve Comentário à Transposição da Diretiva das OPA”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº25, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, 71-78, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/f2ebc703633e430a8745f3cecd35576cDossier4.pdf>

- CRISTAUDI, Andrea, *Italy – Takeover guide*, disponível em <https://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=8434AD45-D36E-476F-B3A6-94B0C21F583A>

- CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 6ª edição, Almedina, Coimbra, 2016

- DJEHANE, Youssef, *France – Takeover guide*, disponível em <https://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=D686D3FF-6D4E-49DF-828B-A27C02092FBC>

- FERREIRA, Juliano, “Exceções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 3, Vol. 6, Almedina, Coimbra, outubro 2011, 189-224

- FONSECA, Tiago Soares da, *O Direito de Exoneração do Sócio no Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2008

- GASPAR, Guilherme Garrido, “A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV (2012), 2, 381-438

- GIRBAU, Ramon, YBÁÑEZ, Javier, *Spain – Takeover Guide*, julho 2016, disponível em <https://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=467DE64F-601B-4F58-9893-E3FADB73B8D8>

- GONÇALVES, Diogo Costa, “As recentes alterações ao regime da fusão de sociedades – A Lei nº19/2009, de 12 de Maio e o Decreto-Lei nº185/2009, de 12 de Agosto”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano I (2009), 3, 553-581

- GONÇALVES, Diogo Costa, “Direitos Especiais e o Direito de Exoneração em sede de Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais”, in *O Direito*, Tomo II, Almedina, Coimbra, 2006, 313-362

- GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão, Cisão e Transformação de sociedades comerciais – A posição jurídica dos sócios e a delimitação do statuo viae*, Almedina, Coimbra, 2008

- HOFFMANN, Valmir Emil, VIEIRA, Daniel Pires, MENEZES, Kim La Croix Maluf de, “Tipos, setores, nacionalidade e experiência: o que importa para o sucesso das estratégias de fusão e aquisição?”, in *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, Vol. 16, nº1, janeiro/março 2017, disponível em <http://www.revistaiberoamericana.org/ojs/index.php/ibero/article/view/2395/pdf>

- HOVASSE, Henri, “La fusion de sociétés dans la reforme des offres publiques d’acquisition”, in *Revue de Droit Bancaire et de Bourse*, nº71, 1999, 3-6

- KORSCH, Hans Stefan, EICHWALD, Dennis, *Germany – Takeover Guide*, 2014, disponível em <https://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=25D0B767-A098-4066-A65E-CD1A95F8A895>

- MANCHIN, Miriam, *Determinants of European cross-border mergers and acquisitions*, setembro 2004, disponível em http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication620_en.pdf

- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “OPA obrigatória e controlo indireto”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV (2012), 3, 593-661

- PEREIRA, Jorge Brito, *A OPA obrigatória*, Almedina, Coimbra, 1998

- PEREIRA, Jorge Brito, *Textos de apoio às aulas de Mercado de Capitais do Mestrado em Direito e Gestão da Universidade Católica Portuguesa*

- PESSANI, Stefano Cacchi, ASSANT, Olivier, ROELVINK, Bernard, RIECKERS, Oliver, MCGAFFIN, Chris, NÚÑEZ, Gabriel, *Guide to Public Takeovers in Europe*, disponível em https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5539/documento/Guide_to_Public_Takeovers_in_Europe2016-2017.PDF?id=7386

- *Relatório da Comissão dos Assuntos Jurídicos do Parlamento Europeu sobre a aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição*, de 25 de março de 2013, disponível em <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A7-2013-0089+0+DOC+PDF+V0//PT>

- RICHTER JR., Mario Stella, *Trasferimento del controllo e rapporti tra soci*, Giuffrè, Milão, 1996

- RODRIGUES, André Mondaine, “Das restrições ao exercício do direito de voto no âmbito de uma oferta pública de aquisição: uma análise do anteprojeto de alteração do artigo 182º-A do Código dos Valores Mobiliários”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV (2012), 2, 331-380

- SALGADO, Domingos, *OPA e fusão – Dever de lançamento de OPA e a derrogação por controlo adquirido em resultado da fusão*, março 2015, disponível em https://run.unl.pt/bitstream/10362/17145/1/Salgado_2015.pdf

- SEQUEIRA, Manuel, “OPA obrigatória – Impacto nas relações de domínio e de grupo”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI (2014), 1, 61-150

- SILVA, João Calvão da, “Fusão de Sociedades, Acordo de voto e Derrogação da Obrigatoriedade de OPA”, in *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 2001, 39-59

- SILVA, João Calvão da, “Ofertas Públicas de Aquisição (Regime Europeu e Português)”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Jorge Figueiredo Dias*, Vol. IV, *Stvdia Ivridica*, nº101, Coimbra Editora, Coimbra, 2010, 983-1021

- SILVA, João Calvão da, “OPA convencional obrigatória”, in *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 2001, 89-106

- SILVA, João Calvão da, “Suspensão do Dever de Lançamento de OPA”, in *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 2001, 7-35

- *Stakebuilding, mandatory offers and squeeze-out comparative table*, disponível em [https://content.next.westlaw.com/Document/I8417b2331cb111e38578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?contextData=\(sc.Default\)&transitionType=Default&firstPage=true&hcp=1](https://content.next.westlaw.com/Document/I8417b2331cb111e38578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?contextData=(sc.Default)&transitionType=Default&firstPage=true&hcp=1)

- STOHLMEIER, Thomas, *German Public Takeover Law*, Kluwer Law International, 2007

- TAVARES, Diogo, “Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 7, Vol. 13, Almedina, Coimbra, março 2015, 247-288

- *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, Directorate-General for the Internal Market and Services (European Commission), abril 2013, disponível em <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/67501b75-7583-4b0d-a551-33051d8e27c1/language-en>

- VASCONCELOS, Pedro Pais de, “Concertação de acionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 2, Vol. 3, Almedina, Coimbra, março 2010, 11-48

- VAZ, João Cunha, *A OPA e o Controlo Societário – A Regra de Não Frustração*, Almedina, Coimbra, 2013

- VENTURA, Raúl, *Fusão, Cisão, Transformação de sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2003

- VENTURA, Raúl, *Sociedades por quotas*, Vol. II, Almedina, Coimbra, 1996

- VISCASILLAS, María del Pilar Perales, *El derecho de separación del socio en las sociedades de capital*, La Ley, Madrid, 2001

Documentos consultados a respeito do tema da fusão por incorporação da Optimus na ZON:

- Projeto de fusão por incorporação, aprovado pelos órgãos de administração da ZON e da Optimus, de 21 de janeiro de 2013, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/Emitentes/documents/1.%20projecto%20de%20fusão.pdf>

- Ata da Assembleia Geral da ZON que delibera a aprovação do projeto de fusão, de 7 de março de 2013, disponível em http://www.nos.pt/institucional/PT/assembleia-geral/convocatorias/Documents/2013-marco/EXTRATO_At_a_AG%207MARCO2013.pdf

- Deliberação da CMVM dirigida à ZOPT sobre a derrogação do dever de lançamento de OPA, condicionado à produção de efeitos da fusão, de 18 de abril de 2013, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/Emitentes/documents/2.%20deliberação%20da%20cmvm.pdf>

- Comunicado de participação qualificada da Sonaecom, de 27 de agosto de 2013, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/Emitentes/documents/4.%20comunicado%20de%20pq%20sonaecom.pdf>

- Comunicado emitido pela ZON sobre a celebração de acordo parassocial, por via do qual a Sonaecom, a Kento e a Unitel estabelecem um domínio conjunto sobre a ZOPT, de 27 de agosto de 2013, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/Emitentes/documents/5.%20acordo%20parassocial%20zopt.pdf>

- Comunicado de informação privilegiada sobre o registo da fusão e a produção de efeitos da derrogação do dever de lançamento de OPA, emitido pela ZON Optimus, em 27 de agosto de 2013, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/Emitentes/documents/6.%20informação%20sobre%20o%20registo%20da%20fusão%20zon%20optimus.pdf>

- Comunicado de divulgação de participação qualificada emitida pela ZON Optimus, informando sobre a imputação de direitos de voto da ZOPT na sequência da conclusão do processo de fusão, de aumento de capital e de pedido de admissão à negociação, de 28 de agosto de 2013, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/Emitentes/documents/10.participação%20qualificada%20zopt.pdf>

- Comunicado emitido pela ZON Optimus sobre o número de ações e direitos de voto em resultado da conclusão do processo de fusão, de aumento de capital e de emissão de novas ações, de 28 de agosto de 2013, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/Emitentes/documents/12.%20número%20de%20ações%20e%20direitos%20de%20voto%20zopt.pdf>

Outros documentos:

- Anúncio de lançamento de oferta pública de aquisição geral e voluntária de ações representativas do capital social da Glintt – Global Intelligent Technologies, S.A., de 2 de novembro de 2015, disponível em <http://web3.cmvm.pt/SDI/emitentes/docs/fsd102994.pdf>