



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

**O DEVER DE LANÇAMENTO DE OPA E A SUA
DERROGAÇÃO EM CASO DE FUSÃO**

Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão

Sob a orientação de

Professor Doutor Jorge Brito Pereira

Beatriz Gomes Gomes Gil André

Faculdade de Direito | Escola de Lisboa

Agosto de 2023

À memória dos meus avós.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais e ao meu irmão, por todo o apoio e motivação;

Aos meus amigos, por toda a compreensão e paciência;

À Inês e à Margarida, por terem sido fundamentais para a conclusão desta etapa;

Ao Professor Doutor Jorge Brito Pereira, pelo gosto inculcado por esta área e por todo o conhecimento partilhado.

RESUMO: A presente dissertação tem por base o estudo da derrogação do dever de lançamento da OPA em caso de fusão de sociedades. Assim, começamos por analisar o instituto da OPA e, de seguida, procede-se à análise do instituto da fusão. Por fim, propomo-nos a analisar e a refletir sobre a adequação e admissibilidade da derrogação do dever de lançamento da OPA em curso por força da fusão de sociedades, tentando compreender se, com a verificação desta derrogação, os interesses dos acionistas minoritários se encontram tutelados ou, se, na verdade, não era sequer esse o objetivo do legislador com a consagração de tal derrogação.

Palavras-chave: OPA; dever de lançamento de OPA; derrogação do dever de lançamento de OPA; fusão; acionistas minoritários.

ABSTRACT: This dissertation is based on the study of the derogation from the duty to launch a takeover bid in the event of a merger of companies. Thus, we begin by analyzing the takeover bid and then proceed to analyze the merger. Finally, we set out to analyze and reflect on the appropriateness and admissibility of the derogation from the duty to launch a takeover bid in the event of a merger of companies, trying to understand whether, with this derogation, the interests of minority shareholders are protected or whether, in fact, this was not even the legislator's aim in establishing such a derogation.

Keywords: takeover bid; duty to launch a takeover bid; derogation from the duty to launch a takeover bid; merger; minority shareholders.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

Al(s).	Alínea(s)
Art(s).	Artigo(s)
CC	Código Civil
CdMVM	Código do Mercado de Valores Mobiliários
Cfr.	Conferir/ conforme
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
Coord.	Coordenado por
CRC	Código do Registo Comercial
CRP	Constituição da República Portuguesa
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
Diretiva da Transparência	Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004
Diretiva das OPA	Diretiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril
DL	Decreto-Lei
ed.	edição
EM	Estados-Membros
n.º	número
ob. cit.	Obra citada
OPA	Oferta Pública de Aquisição
p.	página
pp.	páginas

ROC.	Revisor Oficial de Contas
SROC	Sociedade de Revisores Oficias de Contas
v.	<i>ver/ vide</i>
Vol.	Volume
v.g.	por exemplo/nomeadamente

ÍNDICE

1. Introdução.....	8
2. A Oferta Pública de Aquisição	9
2.1. Conceito de oferta pública	9
2.2. Conceito de oferta pública de aquisição	9
2.3. O processo de lançamento de OPA	11
2.4. O dever de lançamento de OPA	14
2.5. Fundamentos da constituição do dever de lançamento de OPA	15
2.6. As técnicas de exclusão do dever de lançamento de OPA	20
2.6.1. A prova negativa de domínio	21
2.6.2. A suspensão do dever de lançamento da OPA.....	23
2.6.3. As derrogações ao dever de lançamento da OPA	23
3. A Fusão de Sociedades.....	25
3.1. Conceito de fusão.....	25
3.2. O processo da fusão	27
3.3. O direito de exoneração consagrado no art. 105.º do CSC.....	33
4. A derrogação do dever de lançamento de OPA em caso de fusão.....	37
5. Conclusão	47
6. Bibliografia.....	49

1. Introdução

O dever de lançamento OPA surge como um dos principais institutos do CVM. Mediante uma aquisição de controle, o legislador impõe ao oferente o dever de lançar uma oferta para aquisição sobre a totalidade dos valores mobiliários emitidos pela sociedade visada que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.

Este dever visa proteger os interesses dos acionistas minoritários, conferindo-lhes uma possibilidade de saída da sociedade perante uma posição de domínio, mediante o pagamento de uma contrapartida, assegurando que não sejam prejudicados pela concentração do poder decisório.

Contudo, em determinadas circunstâncias, o legislador admite a possibilidade da derrogação desse dever, como é o caso da derrogação do dever de lançamento da OPA em caso de fusão de sociedades.

Deste modo, e por forma a compreendermos os motivos pelos quais foi adotada esta opção legislativa, começaremos a nossa análise com uma breve exposição sobre os traços gerais do instituto da OPA, os pressupostos para o dever de lançamento da mesma e os fundamentos subjacentes à imposição deste dever. Posteriormente, elencaremos, de forma sucinta, as suas técnicas de exclusão, entre as quais destacamos as derrogações, concretamente aquela que será objeto da nossa análise.

Surge, assim, a necessidade de fazermos um breve enquadramento relativo ao instituto da fusão, consagrado no CSC, porquanto entendemos só ser possível compreender os motivos subjacentes a esta derrogação se compreendermos o *modus operandi* da fusão.

Por fim, a nossa análise incidirá, concretamente, sobre o dever de lançamento da OPA e a sua derrogação no caso de fusão de sociedades, onde tentamos compreender se, com a verificação desta derrogação, os interesses dos acionistas minoritários se encontram, efetivamente, tutelados.

2. A Oferta Pública de Aquisição

2.1. Conceito de oferta pública

Não sendo o nosso objetivo analisar com detalhe toda a temática das ofertas públicas, consideramos que é relevante fazermos um breve enquadramento sobre o tema.

No direito português, uma oferta é qualificável como pública nos termos do art. 109.º do CVM, correspondendo a uma operação financeira que pressupõe a transmissão de valores mobiliários¹ e que é caracterizada pelo caráter indeterminado dos seus destinatários².

As ofertas públicas são regulamentadas pela CMVM, o órgão responsável pela supervisão e regulação do mercado de valores mobiliários e que estabelece regras e requisitos a ser observados pelas entidades que pretendem realizar uma oferta pública, tendo como principal objetivo proteger os interesses dos investidores e garantir a transparência e eficiência do mercado.

Dentro destas ofertas distinguimos entre as Ofertas Públicas de Distribuição e as Ofertas Públicas de Aquisição. É sobre as segundas que incidirá a nossa análise.

2.2. Conceito de oferta pública de aquisição

Nas palavras de Menezes Cordeiro, “*a oferta pública de aquisição é uma proposta dirigida aos titulares de valores mobiliários de determinado emitente e categoria e que tem em vista a sua aquisição*”³.

¹ O art. 1.º do CVM elenca, de forma exemplificativa, os principais instrumentos financeiros que são abrangidos neste conceito. Sobre os tipos de valores mobiliários e a sua atipicidade v. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, pp. 140-144.

² Cfr. Juliano Ferreira, “Exceções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição” in *Direito das Sociedades em Revista*, Pedro Pais de Vasconcelos, J. Coutinho de Abreu, R. Pinto Duarte (coord.), Ano 3 (2011), Vol. 6, Almedina, Coimbra, p. 192.

³ Cfr. António Menezes Cordeiro, “OPAs Obrigatórias: Pressupostos e Consequências da sua Não-realização”, in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano III (2011), n.º 4, Almedina, Coimbra, p. 930. Podemos encontrar outras definições de OPA na doutrina, nomeadamente em Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 671, que determina que “*As ofertas públicas de aquisição – ou, abreviadamente, OPA – são propostas dirigidas ao público tendo em*

Deste modo, a OPA corresponde a uma operação realizada por uma pessoa, humana ou jurídica, (oferente) com o propósito de adquirir ações representativas da totalidade ou parte de capital social de uma determinada sociedade (sociedade visada)⁴. Essa oferta é dirigida aos acionistas da sociedade visada, conferindo-lhes a oportunidade de vender as suas ações pelo preço e condições estabelecidos na oferta⁵.

Encontramos, pois, dois princípios⁶ associados ao conceito da OPA: o princípio da universalidade da oferta, presente no art. 187.º do CVM, e o princípio da generalidade da oferta, consagrado no art. 173.º do CVM.

De acordo com o primeiro, a OPA deve ser lançada sobre todos os valores mobiliários emitidos pela sociedade visada. Já o segundo determina que a OPA deve ser dirigida a todos os titulares dos valores mobiliários da sociedade visada e não apenas a um grupo específico de destinatários, por forma a garantir a igualdade de tratamento de todos os acionistas, impedindo a existência de discriminações entre eles e evitando que determinados destinatários sejam beneficiados em detrimento de outros. Assim, o princípio da generalidade da oferta está também associado ao princípio da igualdade de tratamento (arts. 15.º, 112.º e 197.º do CVM e arts. 3.º, n.º 1, al. a), 4.º, n.º 5 e art. 5.º da Diretiva das OPA.).

Existe também um outro princípio basilar do regime da OPA: o princípio da estabilidade da oferta (arts. 128.º a 132.º do CVM). Este princípio proíbe o oferente de modificar ou revogar a oferta, admitindo, contudo, exceções. A primeira será em casos de alteração das circunstâncias, em que aí se admite que a oferta seja modificada ou revogada, mediante autorização da CMVM. Esta pode ainda ordenar a retirar da oferta ou proibir o seu lançamento caso se verifiquem ilegalidades.

vista a aquisição de valores mobiliários, através de um processo estabelecido por lei.” e António Pereira de Almeida, *Sociedades Comerciais*, 2011, 6.ª ed., Coimbra Editora, Coimbra, p. 789 que afirma que a OPA “é uma proposta dirigida ao público para compra ou troca de valores mobiliários.”, e ainda nos arts. 173.º, n.º 1 do CVM e 2.º, n.º 1, al. a) da Diretiva das OPA.

⁴ Cfr. Juliano Ferreira, “Exceções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, ob. cit., p. 193.

⁵ Como esclarece Paulo Câmara, a oferta é dirigida aos titulares dos valores mobiliários emitidos pela sociedade visada, pelo que o sucesso ou insucesso da oferta depende da sua aceitação (cfr. o autor, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 671.)

⁶ Para uma análise mais detalhada v. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 729-732.

2.3. O processo de lançamento de OPA

Durante a pendência da OPA, desde a fase preliminar⁷ até à fase de publicação, vigora um dever de segredo⁸ (art. 174.º do CVM) a ser observado não só pelo oferente e pela sociedade visada, como também por todos aqueles que estejam envolvidos nesta operação.⁹

Também na pendência da OPA existem deveres de lealdade¹⁰ a ser observados pelos dos titulares dos órgãos de administração da sociedade visada. É essencial atuem em conformidade com tais deveres, acautelando os interesses das partes envolvidas neste processo (com especial foco nos acionistas minoritários), garantindo a transparência¹¹ e eficiência do mercado e respeitando as normas legais aplicáveis.

O processo de lançamento da OPA envolve diversas etapas e procedimentos, iniciando-se com a publicação do anúncio preliminar.

Assim que o oferente decida lançar a OPA, deve enviar o anúncio preliminar à CMVM, à sociedade visada e às entidades gestoras do mercado regulamentado, procedendo-se, posteriormente, à publicação desse anúncio.

⁷ Nesta fase são muitos os interesses em jogo, havendo sempre a possibilidade que alguém utilizar informação (que ainda não é pública) em seu proveito ou em proveito de terceiros. Ora, o abuso de informação privilegiada (art. 378.º do CVM) acaba por ser um dos fundamentos da existência do dever de segredo na fase de preparação da OPA. Cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 677. O processo de lançamento da OPA é, portanto, um processo bastante longo, motivo pelo qual o risco da violação do dever de segredo é maior. Deste modo, e como avança o Parecer genérico da CMVM sobre os deveres de comportamento na pendência de oferta pública de aquisição (OPA), o potencial oferente deve adotar uma conduta por forma a prevenir a violação desse dever não só por ele, como também por qualquer pessoa que com ele colabore. A violação do dever de segredo corresponde a uma contraordenação muito grave, cfr. art. 393., n.º 2, e) do CVM.

⁸ Cfr. art. 174.º do CVM e ideia também consagrada no Parecer genérico da CMVM sobre os deveres de comportamento na pendência de oferta pública de aquisição (OPA).

⁹ Como explica António Menezes Cordeiro, “OPAs Obrigatórias: Pressupostos e Consequências da sua Não-realização”, ob. cit., p. 947, “a divulgação do segredo pode permitir ganhos especulativos e injustos, pondo em crise a estrutura básica da confiança no mercado.”

¹⁰ Cfr. afirmado no Parecer genérico da CMVM sobre os deveres de comportamento na pendência de oferta pública de aquisição. Sobre os deveres de lealdade e o seu conteúdo v. Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Governo das Sociedades*, 2017, Almedina, Coimbra, pp. 83-98 e Jorge Manuel Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial, Das Sociedades*, 2021, Vol. II, 7.ª ed., Almedina, Coimbra, pp. 277-278.

¹¹ Sobre a transparência societária no mercado de capitais v. Madalena Perestrelo de Oliveira, “Transparência no mercado de capitais: *information overload*, eficiência ou tutela dos investidores?” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano VIII (2016), n.º 4, Almedina, Coimbra, pp. 787-809.

O anúncio preliminar corresponde a um comunicado que deve conter os principais aspetos da oferta¹² (arts. 175.º e 176.º do CVM), nomeadamente, os valores mobiliários que são objeto da oferta, a contrapartida oferecida¹³ por esses valores mobiliários e ainda as condições ou pressupostos legais a que se encontre sujeita a oferta.

A publicação do anúncio preliminar não equivale ao lançamento da oferta¹⁴, não correspondendo, ainda, a uma proposta contratual, mas tem como objetivo garantir que o oferente fique obrigado a lançar a oferta em termos não menos favoráveis para os destinatários do que as constantes do anúncio preliminar, pelo que revela uma intenção inequívoca de contratar¹⁵.

Segue-se o pedido de registo da OPA (art. 179.º do CVM), sobre o qual deve ser emitida uma decisão a proferir pela CMVM no prazo de 8 dias (art. 118.º do CVM).

Efetuada o registo, deve então o oferente divulgar o prospeto, correspondendo este a um documento completo e detalhado com as informações necessárias (art. 176.º-A do CVM) para que os destinatários da oferta possam tomar a sua decisão de forma consciente e informada¹⁶.

¹² Cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 676.

¹³ A contrapartida oferecida pode ser dinheiro, valores mobiliários ou ambos.

¹⁴ Cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 680.

¹⁵ Cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 682. E concretiza o autor “*O anúncio preliminar corresponde ao cumprimento de um dever informativo que, por seu turno tem como decorrência a assunção de um dever de lançamento da oferta pública de aquisição.*”.

¹⁶ Esta ideia está consagrada, desde logo, no art. 3.º, n.º 1, al. b) a Diretiva das OPA. E também como dispunha o preâmbulo do Código do Mercado dos Valores Mobiliários, “*É evidente que a lei não pode nem deve pretender que o mercado funcione como «tutor» do investidor; seja qual for o seu nível de cultura e de conhecimento em matéria de valores mobiliários, a fim de evitar que ele tome erradas decisões de investimento; mas pode e deve assegurar-lhe a informação necessária para habilitar um investidor de conhecimentos e diligência médios a tomar por si próprio uma decisão correcta.*”. Também a Diretiva da Transparência vem consagrar, no Considerando 1 que “*A publicação de informações exactas, completas e oportunas sobre os emitentes de valores mobiliários reforça a confiança dos investidores e permite-lhes formarem um juízo fundamentado sobre o seu desempenho empresarial e o seu património, promovendo assim tanto a protecção dos investidores como a eficiência do mercado.*” e no Considerando 2 que “*os emitentes de valores mobiliários devem assegurar aos investidores a transparência adequada, através de um fluxo regular de informações*”. De todos estes excertos, resulta claro a importância do dever de informação no mercado de capitais. Para mais desenvolvimentos sobre a importância da informação no mercado de capitais v. Filipa Ferro dos Santos, “*Importância da informação no mercado de capitais*” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano X (2018), n.º 2, Almedina, Coimbra, pp. 363-393.

O prospeto, além de outras informações, contém o prazo da oferta, que pode variar entre 2 a 10 semanas¹⁷, findo qual é apurado e publicado o resultado da oferta (art. 127.º do CVM).

Durante a pendência da OPA, existem limitações, concretamente ao nível das transações, e deveres a ser observados pela sociedade visada¹⁸.

Assim, relativamente às transações, o art. 180.º do CVM estipula que, desde a publicação do anúncio preliminar e até ao apuramento do resultado da oferta, o oferente e aqueles que estejam abrangidos pelo art. 20.º do CVM não podem negociar fora do mercado regulamentado valores mobiliários pertencentes à categoria dos que são objeto da oferta ou dos que integram a contrapartida mediante autorização da CMVM. Mais, o órgão de administração tem a obrigação de informar diariamente a CMVM sobre as transações realizadas pelos seus titulares ou por aqueles que se enquadrem numa das situações previstas no art. 20.º do CVM e que tenham por objeto os valores mobiliários da oferta ou os valores mobiliários que integram a contrapartida.

Por outro lado, conforme determina o art. 181.º do CVM, o órgão de administração da sociedade visada tem o dever¹⁹ de enviar ao oferente e à CMVM e de divulgar ao público um relatório²⁰ sobre a oportunidade e as condições da oferta. O conteúdo mínimo²¹ deste relatório vem elencado no n.º 2 do artigo.

Deste relatório consta o resultado da votação na deliberação dos titulares do órgão de administração e as eventuais situações de conflito de interesses existentes entre os administradores da sociedade visada e os destinatários da oferta. E é aqui que será possível concluir se estaremos perante uma OPA amigável ou hostil.

Por fim, o art. 182.º do CVM impõe limitações²² aos poderes de administração durante o período da oferta, afetando estas a prática de atos suscetíveis de alterar de modo

¹⁷ Este prazo deve ser fixado atendendo às características da oferta, aos interessados envolvidos e às exigências de funcionamento do mercado, cfr. art. 125.º do CVM e como nos explica Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 676.

¹⁸ Cfr. António Menezes Cordeiro, “OPAs Obrigatórias: Pressupostos e Consequências da sua Não-realização”, ob. cit., p. 948.

¹⁹ Como afirma Paulo Câmara, “*está em causa um dever de conteúdo triplo*”. Cfr. o autor, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 683.

²⁰ A informação deste relatório deve ser, evidentemente, “*completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita*”, como determina o art. 7.º do CVM.

²¹ Cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 685.

²² Para uma análise um pouco mais detalhada v. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 689-691.

significativo a situação patrimonial da sociedade visada, que não reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de forma relevante os objetivos anunciados pelo oferente.

2.4. O dever de lançamento de OPA

O lançamento de uma OPA é, regra geral, facultativo, isto é, cabe ao oferente a decidir se deseja ou não lançar a oferta, decisão essa que é tomada com base em critérios estratégicos e financeiros.

Contudo, o art. 187.º do CVM, estipula que, preenchidos determinados requisitos, existe um dever^{23 24} legal²⁵ de lançamento da OPA.

Assim, o titular de participações que ultrapasse, diretamente ou por imputação de voto nos termos do art.º 20, n.º 1 do CVM, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social, fica sujeito ao dever de lançamento de OPA sobre a totalidade os valores mobiliários emitidos por essa sociedade.

Aqui é importante notar que o dever de lançamento da OPA se considera cumprido com o lançamento da oferta, não estando tal cumprimento dependente da aceitação por parte dos destinatários. Não podemos, pois, confundir o dever de lançamento com um dever de aquisição²⁶.

O art. 5.º, n.º 3 da Diretiva das OPA estipula que *“a percentagem dos direitos de voto que confere o controlo de uma determinada sociedade (...) bem como a fórmula do*

²³ Cfr. Paulo Câmara considera o dever de lançamento da OPA como dever jurídico em sentido técnico (cfr. o autor, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 722. E, conforme nos explica António Menezes Cordeiro, “OPAs Obrigatórias: Pressupostos e Consequências da sua Não-realização”, ob. cit., p. 970 este dever não deve ser encarado como uma sanção ou um castigo. E acrescenta *“Trata-se de uma simples decorrência da presença no mercado mobilado, para a qual todos os agentes devem estar atentos.”*

²⁴ Para contexto histórico e sistemático sobre este dever v. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 713-719.

²⁵ Esta imposição legal não se confunde com o dever de lançamento de uma OPA imposto pelas disposições estatutárias da sociedade visada, o que significa que a OPA estatutária, do ponto de vista legal, continua a ser considerada uma OPA facultativa.

²⁶ Cfr. Paula Costa e Silva, “A constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição no Direito português: a inequívoca opção por um novo paradigma”, *Revista do Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, 2022, Vol. 4, n.º 13, p. 68. No mesmo sentido, Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 720 e Manuel José Resende Cardoso Sequeira, “OPA obrigatória – Impacto nas relações de domínio e de grupo” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano VI, n.º 1, Almedina, Coimbra, p. 68.

respectivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-Membro em que se situa a sua sede social.”.

Ora, nos termos do art. 187.º do CVM, o legislador português escolheu dois limites²⁷ – o de um terço e o de metade dos direitos de voto – como os critérios objetivos para estabelecer o dever de lançamento da OPA.

Assim, o legislador entendeu que, se alguém ultrapassar um destes limites, diretamente ou nos termos do n.º 1 do art. 20.^º²⁸ do CVM, adquiriu, em princípio, uma participação de controlo²⁹ numa determinada sociedade, motivo pelo qual tem o dever de lançamento da OPA sobre a totalidade dos valores mobiliários emitidos por essa mesma sociedade.

2.5. Fundamentos da constituição do dever de lançamento de OPA

De acordo com a doutrina dominante, os principais objetivos visados pela constituição do dever de lançamento da OPA no ordenamento jurídico português serão a eficiência do mercado e as preocupações de proteção dos investidores³⁰, ideia associada à igualdade de tratamento entre os acionistas (mas, mais concretamente, a proteção dos acionistas minoritários). É sobre o segundo objetivo que incidirá a nossa análise.

Como já fomos adiantando, o princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas corresponde a um dos princípios basilares do regime das ofertas públicas e está

²⁷ Como salienta Manuel José Resende Cardoso Sequeira, o relevante é a ultrapassagem de um destes limites estabelecidos pelo legislador, verificando-se, portanto, uma exceção ao princípio da liberdade contratual, previsto no art. 61.º da CRP. Cfr. o autor, “OPA obrigatória – Impacto nas relações de domínio e de grupo”, ob. cit., p. 78.

²⁸ A técnica da imputação dos direitos de voto consagrada no art. 20.º do CVM é, portanto, também determinante para a previsão do art. 187.º do CVM.

²⁹ Aqui, a ideia de controlo pressupõe a ideia de exercício de influência dominante sobre a gestão da sociedade, como se exporá adiante.

³⁰ Cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., pp. 723 e 755. E, no mesmo sentido, Pedro Pais de Vasconcelos, “Concertação de acionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Pedro Pais de Vasconcelos, J. Coutinho de Abreu, R. Pinto Duarte (coord.), Ano 2 (2010), Vol. 3, Almedina, Coimbra, pp. 20-22. Contudo, este autor entende ser duvidoso que o fundamento do dever de lançamento da OPA assente no princípio da igualdade de tratamento, desde logo porque são ignorados os acionistas que venderam as suas participações nos seis meses anteriores à oferta.

consagrado na parte geral do CVM no art. 15.º e, na parte das ofertas públicas, no art. 112.^{o31}.

Em termos gerais, este princípio pressupõe que os acionistas sejam tratados de forma igual, quando se encontrem em situações semelhantes, e de forma diferente, quando se encontrem em situações diferentes.

Ora, como afirma José Engrácia Antunes³², isto significa que não estamos perante um princípio absoluto, mas antes relativo. E o autor destaca três razões: 1) o princípio da igualdade de tratamento entre acionistas tão somente limita o exercício da autonomia privada quando estritamente necessário por forma a restringir a prática de situações arbitrárias; 2) não proíbe a existência de discriminações positivas ou negativas; e, por fim, 3) podem ser admitidas exceções à aplicação do mesmo, se justificadas.

O n.º 1 do art. 112.º do CVM estabelece que *“as ofertas públicas devem ser realizadas em condições que assegurem tratamento igual aos destinatários”*.

Tal significa que os acionistas minoritários não devem ser prejudicados ou favorecidos em relação ao detentor do controlo, que está a lançar a oferta. A ideia é evitar que este exerça o seu poder dominante de forma arbitrária ou discriminatória, protegendo assim os interesses dos acionistas minoritários e promovendo a transparência e a equidade na pendência da OPA.

Nas palavras de José Engrácia Antunes, o princípio da igualdade de tratamento entre acionistas *“impõe ao oferente uma obrigação de tratamento idêntico dos acionistas da sociedade visada que sejam titulares a mesma categoria de ações objeto da oferta, proibindo que qualquer destinatário de uma OPA possa ser injustificadamente privilegiado ou prejudicado relativamente aos demais.”*³³.

³¹ E ainda no art. 197.º do CVM para as aquisições tendentes ao domínio total. Também o CSC, no art. 321.º, prevê o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, estipulando que *“As aquisições e as alienações de ações próprias devem respeitar o princípio do igual tratamento dos accionistas, salvo se a tanto obstar a própria natureza do caso.”* Este constitui também um princípio fundamental no Direito Societário, que pressupõe que *“na prossecução da atividade societária e da realização do interesse social, a sociedade deve colocar todos os associados em pé de igualdade não podendo proceder a escolhas aleatórias e arbitrárias entre eles que os beneficiem ou prejudiquem.”*, cfr. Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, 2006, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, p. 70.

³² Cfr. José Engrácia Antunes, “A igualdade de tratamento dos acionistas na OPA” in *Direito das Sociedades em Revista*, Pedro Pais de Vasconcelos, J. Coutinho de Abreu, R. Pinto Duarte (coord.), Ano 2 (2010), Vol. 3, Almedina, Coimbra, pp. 91-92.

³³ Cfr. José Engrácia Antunes, “A igualdade de tratamento dos acionistas na OPA”, ob. cit., p. 87.

Encontramos várias decorrências do princípio da igualdade de tratamento entre acionistas ao longo do CVM, nomeadamente, no art. 173.º, que estabelece que a OPA deve ser dirigida a todos os titulares dos valores mobiliários da sociedade visada, e no art. 187.º, que consagra que a OPA deve ser lançada sobre a totalidade dos valores mobiliários emitidos por essa sociedade.

Importa ainda referir que a igualdade de tratamento deve ser assegurada aos titulares de valores mobiliários que pertençam à mesma categoria de ações (cfr. parte final do art. 15.º e 124.º, n.º 2 *ex vi* parte final do art. 112.º do CVM). Assim, v.g., a regra é a de que o preço da oferta é único; contudo, o preço pode ser diferente consoante as categorias de valores mobiliários ou de destinatários, sempre com a ressalva de que este deve ser fixado em termos objetivo e em função dos interesses legítimos do oferente. Conclui-se, pois, que, ao abrigo do princípio da igualdade, acionistas que pertençam a categorias diferentes podem ter tratamentos diferentes, diferença essa que se encontra justificada.

E, como esclarece Paulo Câmara, “*igualdade não equivale a uniformidade, havendo que ter em conta a categoria dos valores mobiliários em causa (cfr., neste sentido, o art. 15.º), sendo nomeadamente justificada a existência de diferentes contrapartidas oferecidas aos sócios e aos titulares de outros valores mobiliários com direito de aquisição ou de subscrição de acções da sociedade aberta.*”³⁴.

Este princípio visa, ainda, assegurar que todos os acionistas destinatários da oferta estejam sujeitos às mesmas condições da mesma, e, por conseguinte, e tenta evitar a verificação de situações injustas.

A Diretiva das OPA faz também alusão a este princípio. O art. 3.º, n.º 1, al. a) do diploma dispõe que “*Todos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria devem beneficiar de um tratamento equivalente; além disso, nos casos em que uma pessoa adquira o controlo de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos.*”.

O Considerando 9 da Diretiva determina que os EM devem adotar medidas por forma a proteger os titulares de valores mobiliários, concretamente “*os detentores de participações minoritárias*”, leia-se, os acionistas minoritários, na sequência de uma

³⁴ Cfr. Paulo Câmara, “O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2000, n.º 7, p. 213.

mudança de controlo na sociedade. Acrescenta ainda que esta proteção é garantida através da imposição do dever de lançamento da OPA ao adquirente que assumiu o controlo da sociedade.

E, neste sentido, também o art. 5.º da Diretiva, sob epígrafe “*Proteção dos accionistas minoritários; oferta obrigatória; preço equitativo*” determina que os EM devem assegurar que aquele que disponha do controlo de uma sociedade (através da participação de direitos de voto que detenha) deve lançar uma OPA, por forma a proteger os acionistas minoritários dessa sociedade. Acrescenta ainda que “*Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo.*”³⁵.

Note-se que nem a Diretiva das OPA nem o próprio CVM impõem que seja feita prova da degradação da posição dos acionistas minoritários, nem que se prove uma alteração da estrutura de controlo. Aliás, como acrescenta Ana Perestrelo de Oliveira, no instituto da OPA não só não se exige a existência de um perigo concreto, como o perigo em abstrato é presumido. Tal demonstra, como salienta a autora, a “*função garantística máxima do instituto*” da OPA³⁶.

Assim, basta que sejam ultrapassados os limites fixados no art. 187.º o CVM para que haja o dever de lançamento da OPA, presumindo-se, portanto, que a ultrapassagem desses limites implica a necessária proteção dos acionistas minoritários. Conclui-se, pois, pelo elevado grau de proteção deste artigo³⁷.

O dever de lançamento da OPA corresponde, assim, a uma “*forma de reação contra o desequilíbrio introduzido nas relações internas*”³⁸, visando a proteção da posição

³⁵ O n.º 4 do art. 5.º da Diretiva das OPA define o conceito de preço equitativo. Assim, estipula que “*Por preço equitativo entende-se o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele actuam em concertação, ao longo de um período a determinar pelos Estados-Membros, não inferior a seis e não superior a 12 meses, que preceda a oferta prevista no n.º 1. Se, depois de a oferta ser tornada pública mas antes do termo do prazo de aceitação da mesma, o oferente ou qualquer pessoa que com ele actue em concertação adquirir valores mobiliários acima do preço da oferta, o oferente deve aumentar o valor da sua oferta até um preço não inferior ao preço mais alto pago pelos valores mobiliários assim adquiridos*”. O legislador português fixou o prazo de seis meses (cfr. art. 188.º, n.º 1, al. a) do CVM).

³⁶ Cfr. Ana Perestrelo de Oliveira, “OPA Obrigatória e Controlo Indirecto” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano IV (2012), n.º 3, Almedina, Coimbra, pp. 632-633.

³⁷ Cfr. Ana Perestrelo de Oliveira, “OPA Obrigatória e Controlo Indirecto”, ob. cit., p. 633.

³⁸ Cfr. Juliano Ferreira, “Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, ob. cit., p. 195.

dos acionistas minoritários, proporcionando-lhes um direito de saída da sociedade³⁹ e acesso ao prémio de controlo. Deste modo, a ideia da repartição do prémio de controlo⁴⁰ ou normas como o art. 188.º do CVM (e 5.º, n.º 4 da Diretiva das OPA), relativo à fixação da contrapartida⁴¹, são alguns exemplos práticos desta proteção.

Ora, é então evidente que a intenção quer do legislador europeu, quer do legislador nacional foi a de tutelar os acionistas minoritários quando, de alterações na estrutura acionista, resultem posições de domínio⁴², independentemente de aí resultar um perigo concreto para os mesmos.

A possibilidade do controlo da sociedade por parte de um acionista (ou de um grupo de acionistas) permite que os mesmos sejam titulares de uma quantidade significativa de valores mobiliários que lhes confere um poder decisório maioritário.

Este controlo pode afetar negativamente a posição dos acionistas minoritários, porquanto têm menos influência e controlo na tomada de decisões. E tal pode, por exemplo, fazer com que os acionistas minoritários vejam reduzida a liquidez das suas participações sociais, já que o controlo maioritário pode levar a uma política de distribuição de dividendos menos favorável aos minoritários, ou que tenham até mais dificuldade na venda das suas ações devido à falta de investidores interessados em adquirir participações numa sociedade controlada por um grupo específico de acionistas. Aliás, pode, inclusivamente, existir um potencial abuso de poder por parte dos maioritários, no sentido em que estes podem tender a priorizar os seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários e até mesmo do interesse social⁴³.

³⁹ Pedro Pais Vasconcelos qualifica este direito de saída como um poder de exoneração. Cfr. o autor, “Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, ob. cit., p. 41.

⁴⁰ O DL n.º 486/99 de 13 de novembro, n.º 12, que aprovou o CVM, determina que o “*regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias assenta na ideia geral de que os benefícios da aquisição de domínio sobre uma sociedade aberta devem ser partilhados pelos acionistas minoritários*”. A favor da repartição do prémio de controlo v. Juliano Ferreira, “Exceções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, ob. cit., p. 195 e António Pereira de Almeida, *Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 790. Afastando a ideia de partilha do prémio de controlo v. Pedro Pais de Vasconcelos, “Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, ob. cit., pp. 20-23.

⁴¹ A contrapartida não pode ser menor do que o maior preço pago pelo oferente a outro acionista por adquirir ações da mesma categoria nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar da oferta.

⁴² Cfr. Paula Costa e Silva, “A constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição no Direito português: a inequívoca opção por um novo paradigma”, ob. cit., p. 81.

⁴³ Nas palavras de Coutinho de Abreu, “*o interesse social vem a ser um interesse comum, não apenas aos sócios, mas também a outros sujeitos, nomeadamente os trabalhadores (empregados da sociedade), os credores sociais e até a coletividade nacional*”, cfr. Jorge Manuel Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial, Das Sociedades*, ob. cit., pp. 277-278. Sobre o tema v. Jorge Manuel Coutinho de Abreu, *Curso*

Em suma, o dever de lançamento da OPA é um mecanismo que visa proteger a transparência e a integridade do mercado durante o processo da OPA, garantindo que os interesses dos acionistas minoritários sejam adequadamente respeitados e que todas as partes envolvidas sejam tratadas de acordo com o princípio do igual tratamento entre acionistas.

2.6. As técnicas de exclusão do dever de lançamento de OPA

Existem quatro institutos – as técnicas de exclusão do dever⁴⁴ – que, ainda que com pressupostos distintos de aplicação, exoneram o titular dos direitos de voto do dever de lançamento da OPA, a saber:

- A prova negativa de domínio (art. 187.º, n.º 2 do CVM);
- A suspensão do dever de lançamento da OPA (art. 190.º do CVM);
- As derrogações ao dever de lançamento da OPA (art. 189.º do CVM).

Correspondem, assim, a casos em que, pese embora o interessado tenha ultrapassado um dos limites legais previstos no n.º 1 do art. 187.º do CVM, estando, portanto, verificados os elementos constitutivos do dever de lançamento da OPA, deixa de estar obrigado a lançar a OPA.

A legislação portuguesa vai, então, ao encontro daquilo que foi estabelecido pelo legislador europeu. O considerando 6 da Diretiva das OPA dispõe que a regulamentação nacional relativa às OPA deve prever a existência de exceções e derrogações, garantindo, assim, a sua flexibilidade e capacidade de adaptação a novas circunstâncias. Todavia, as autoridades competentes devem atuar sempre à luz dos princípios gerais, nomeadamente o princípio de igualdade de tratamento e, conseqüentemente, o princípio da proteção dos acionistas minoritários.

de Direito Comercial, Das Sociedades, ob. cit., pp. 277-295. Na mesma senda, Paulo Olavo Cunha afirma que o interesse social “*constitui um fim da própria sociedade que, constituindo uma organização de fatores de produção, prossegue o objectivo de proporcionar àqueles que a constituem ou venham a integrar um ganho com o resultado da actividade da organização. E nesses inclui o Direito atual não apenas os sócios, mas os próprios trabalhadores – que constituem o substrato humano da empresa subjacente à sociedade –, os clientes e os credores (máxime os financiadores e os fornecedores), cujos interesses também devem ser ponderados no exercício da actividade societária.*”, cfr. o autor, *Direito das Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 70.

⁴⁴ Denominação de Paulo Câmara, cfr. o autor, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 755.

Por entender que os acionistas minoritários já se encontram protegidos ou que, por determinadas razões, não necessitam dessa proteção, o legislador português previu casos em que fica excluído o dever de lançamento de OPA. É esse o espírito que resulta não só do CVM como também da Diretiva das OPA⁴⁵.

2.6.1. A prova negativa de domínio

O n.º 2 do art. 187.º do CVM admite um afastamento do dever de lançamento da OPA, imposto pelo n.º 1 do mesmo artigo, ao determinar que *“não é exigível o lançamento da oferta quando a pessoa que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não poder exercer influência dominante sobre a sociedade visada.”*⁴⁶.

Esta prova pode fazer-se de duas formas⁴⁷: através da demonstração de influência dominante de terceiro ou através de demonstração de inexistência de influência dominante por parte de quem ultrapassou os limites fixados no n.º 1 do art. 187.º do CVM.

Assim, se, por um lado, existe o dever de lançamento da OPA quando o interessado ultrapasse um dos limites estipulados por lei, por outro, deixa de se exigir tal dever *“se não verificado o pressuposto substantivo exercício de influência dominante”*⁴⁸.

Ora, a influência dominante *“é a capacidade ou a potencialidade de impor a determinação da vontade juridicamente relevante de uma sociedade”*⁴⁹, vontade essa que

⁴⁵ Todavia, não é o que parece resultar do Relatório sobre a aplicação da Diretiva das OPA quando afirma que *“[...] estas derrogações sejam frequentemente utilizadas para proteger os interesses dos acionistas maioritários [...], os credores [...] e outras partes interessadas [...]”*.

⁴⁶ Na versão anterior deste artigo, a lei determinava que não seria *“exigível o lançamento da oferta, quando, ultrapassado o limite de um terço, a pessoa a que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com ela em relação de grupo.”* Quer isto dizer que, ultrapassado o limite de 1/3, se a pessoa a que estaria obrigada a lançar a OPA demonstrasse não ter influência dominante na sociedade visada, deixava de estar vinculada a esse dever. Estávamos, pois, perante uma presunção ilidível. Por seu turno, uma vez que este artigo, na sua redação anterior, nada dizia relativamente ao limite de 1/2, a sua ultrapassagem equivaleria a uma presunção inilidível. Na atual redação, não referindo a lei qualquer limite, conclui-se, assim, que para a ultrapassagem de ambos, deixar-se-á sempre de exigir tal dever por parte do potencial oferente, desde que demonstrado que o mesmo não exerce uma influência dominante sobre a sociedade visada. Cfr. Paula Costa e Silva, *“A constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição no Direito português: a inequívoca opção por um novo paradigma”*, ob. cit., p. 57.

⁴⁷ Cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 759.

⁴⁸ Cfr. Paula Costa e Silva, *“A constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição no Direito português: a inequívoca opção por um novo paradigma”*, ob. cit., p. 57.

⁴⁹ Cfr. Manuel José Resende Cardoso Sequeira, *“OPA obrigatória – Impacto nas relações de domínio e de grupo”*, ob. cit., p. 90. E, ainda neste sentido, Paula Costa e Silva, *“A constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição no Direito português: a inequívoca opção por um novo paradigma”*, ob. cit.,

é determinada pelos seus titulares dos seus órgãos sociais. Portanto, existirá influência dominante sobre a sociedade visada quando alguém possa dominar ou controlar essa mesma sociedade. Assim, no fundo, serão os titulares desses órgãos que exercem influência e que, portanto, dominam a sociedade.

Ana Perestrelo de Oliveira afirma que o detentor do controlo da sociedade “*tem um poder de influência dominante sobre a administração, condicionando-a e conseguindo orientá-la para a prossecução dos seus próprios objetivos, porventura até conflitantes com os da sociedade*”⁵⁰.

A influência dominante é apurada com base em critérios específicos, nomeadamente o número de ações detidas, a proporção das mesmas relativamente ao capital social e os direitos de voto associados a essas ações.

Será, portanto, necessário que o interessado demonstre⁵¹ que não exerce influência dominante sobre a sociedade visada, por forma a operar o afastamento deste dever, já que a existência de influência dominante é o critério fundamental na prova negativa de domínio⁵².

Importa ainda referir que, nos termos do n.º 7 do art. 187.º do CVM, ainda que o interessado demonstre não exercer influência dominante sobre a sociedade visada, ficará vinculado a dois deveres⁵³: 1) tem o dever de informação perante a CVMV sobre qualquer alteração de percentagem de direitos de voto de que resulte um aumento superior a 1% em relação à percentagem de direito de voto que detinha anteriormente; e, 2) tem o dever de lançamento de OPA assim que disponha⁵⁴ do poder de exercer influência dominante sobre a sociedade visada.

p. 69, “*Pode dominar uma sociedade aberta aquela que disponha de meios que lhe permitam exercer uma influência decisiva na vida de uma sociedade aberta, isto é, na formação da vontade juridicamente relevante dessa sociedade.*”. Podem aproveitar-se os avanços societários do art. 483.º do CSC para a densificação deste conceito, cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 759.

⁵⁰ Cfr. Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Governo das Sociedades*, ob. cit., p. 51.

⁵¹ A realização da prova negativa de domínio deve ser requerida pelo interessado à CMVM, que informa o público. A decisão da CMVM é depois comunicada ao interessado e divulgada ao público, cfr. art. 187.º, n.º 3 e 4 do CVM.

⁵² Cfr. Paulo Câmara, “O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários”, ob. cit., p. 248.

⁵³ O interessado fica, assim, sujeito a um “*regime especial de vigilância*”. Cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 760.

⁵⁴ Imaginemos que o oferente, após prova negativa do domínio, perde percentagem de direitos de voto (por exemplo, inferior a 1/3) e, mais tarde, volta a ultrapassar um dos limites fixados no n.º 1 do art. 187.º do CVM. Ora, neste caso, mesmo que continue a não exercer influência dominante sobre a sociedade visada, terá de o demonstrar novamente, ou seja, terá de voltar a fazer prova negativa desse domínio para afastar a

2.6.2. A suspensão do dever de lançamento da OPA

O art. 190.º do CVM prevê a possibilidade da suspensão do dever de lançamento da OPA se a pessoa que estaria vinculada a esse dever se obrigar a pôr termo à situação constitutiva desse dever no prazo de 120 dias. Esta suspensão opera através de comunicação dirigida à CMVM, o que significa que esta comunicação é condição de eficácia da suspensão.

Trata-se de enfrentar situações de controlo fortuito, por ultrapassagem involuntária ou indesejada dos limites impostos pelo art. 187.º do CVM⁵⁵.

2.6.3. As derrogações ao dever de lançamento da OPA

Ora, o art. 189.º do CVM prevê quatro situações de derrogação ao dever de lançamento da OPA⁵⁶, dever esse imposto pelo art. 187.º do CVM.

Neste momento, cumpre-nos tão somente elencar as quatro derrogações previstas no art. 189.º, n.º 1 do CVM, sendo estas:

- A al. a)⁵⁷ deste preceito refere-se aos casos em que é ultrapassado um dos limites previstos no art. 187.º do CVM em resultado do lançamento de uma OPA voluntária. Ora, não se constitui o dever de lançamento da OPA desde que a OPA voluntária cumpra os requisitos legalmente impostos para a OPA obrigatória;
- A al. b) exclui o dever de lançamento da OPA quando a constituição deste dever resulte da execução de medidas de recuperação de sociedades em situação económica difícil;

presunção do n.º 7 do art. 187.º do CVM, ou então lançar a oferta, mas, neste caso, ao abrigo do n.º 1 e não do n.º 7 do art. 187.º do CVM, cfr. nos explica Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 760.

⁵⁵ Cfr. Juliano Ferreira, “Exceções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, ob. cit., p. 192 e cfr. António Menezes Cordeiro, “OPAs Obrigatórias: Pressupostos e Consequências da sua Não-realização”, ob. cit., p. 948.

⁵⁶ No art. 4.º, n.º 5, al. i) da Diretiva das OPA, o legislador europeu estabeleceu que os EM podem prever derrogações às regras previstas na Diretiva por forma a ter em conta determinadas circunstâncias a nível nacional.

⁵⁷ O art. 5.º, n.º 2 da Diretiva das OPA prevê expressamente esta derrogação.

- A al. c) determina que opera a derrogação do dever e lançamento da OPA quando o controlo resulte da fusão de sociedades;
- Por fim, a al. d) aplica-se aos casos em se ultrapassa um dos limites legalmente previstos em resultado da aquisição de valores mobiliários por herança ou legado, desde que os estatutos assim o prevejam.

Relativamente às als. b) e c), o n.º 1 do art. 16.º do Regulamento da CMVM n.º 3/2006 estipula ainda que, aquele que beneficiar de uma derrogação terá de comunicar à CMVM os factos constitutivos dessa derrogação, apresentando os respetivos elementos de prova.

Para que estas derrogações operem é necessário que o interessado apresente um requerimento à CMVM, a qual decidirá pelo seu diferimento ou indeferimento e, portanto, declarará se existirá ou não o dever de lançamento da OPA (art. 189.º, n.º 2 do CVM). Tanto o requerimento como a declaração serão comunicados pelo interessado à sociedade visada, que informará o público.

Quando estejam em causa as situações previstas nas als. b) e c) do n.º 1 do art. 189.º do CVM, a declaração proferida pela CMVM deve conter a identificação do requerente da derrogação, uma breve descrição dos factos que sustentam a derrogação e, ainda, a quantidade de valores mobiliários e direitos de voto, calculados nos termos do art. 20.º do CVM, que o requerente passou a deter.

Foquemo-nos na cláusula derogatória do art. 189.º, n.º 1, al. c) do CVM, relativa à fusão de sociedades, porquanto será essa a cláusula relevante para a nossa análise.

Este artigo dispõe que, ainda que o interessado ultrapasse um dos limites previstos no art. 187.º do CVM, este deixa de ter o dever de lançamento da OPA quando essa ultrapassagem resulte da fusão de sociedades, desde que da deliberação da assembleia geral da sociedade visada conste expressamente que da fusão resulta uma nova posição de domínio.

Importa aqui referir que esta cláusula derogatória, ainda que aplicável a qualquer modalidade de fusão⁵⁸, apenas é válida para os casos em que a sociedade é ela própria

⁵⁸ Explicaremos as modalidades de fusão adiante.

objeto da fusão. Assim, e como nos explica Paulo Câmara⁵⁹, a fusão de uma (ou mais) sociedade(s) dominante(s) da sociedade visada não beneficia desta derrogação, porquanto os destinatários da oferta não legitimaram, com o seu voto, a operação da fusão.

Por forma a conseguirmos desenvolver melhor a temática da derrogação do dever de lançamento de OPA e a sua derrogação em caso de fusão de sociedades, a qual é o cerne da nossa análise, faremos primeiro um breve enquadramento teórico sobre o instituto da fusão.

3. A Fusão de Sociedades

3.1. Conceito de fusão

Na doutrina existem inúmeras noções de fusão, mas, essencialmente, fusão pressupõe a junção de duas ou mais coisas numa só. Nesta senda, concretiza o n.º 1 do art. 97.º do CSC que “*Duas ou mais sociedades, ainda que de tipo diverso, podem fundir-se mediante a sua reunião numa só.*”.

Assim, no âmbito do Direito Comercial Português, a fusão⁶⁰ corresponde a uma operação de concentração de sociedades comerciais⁶¹ e pressupõe a junção de dois ou mais patrimónios – compostos pelos seus elementos pessoais e patrimoniais – de duas sociedades pré-existentes que se fundem num só, passando a existir apenas uma sociedade. O substrato patrimonial da sociedade final terá, então, por base os substratos patrimoniais das sociedades pré-existentes⁶².

⁵⁹ Cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, ob. cit., p. 764.

⁶⁰ Para análise detalhada sobre a evolução desta figura no direito comercial português v. Rui Pinto Duarte, “Evolução do Direito Comercial Português” in *Direito das Sociedades em Revista*, Pedro Pais de Vasconcelos, J. Coutinho de Abreu, R. Pinto Duarte (coord.), Ano 10 (2018), Vol. 19, Almedina, Coimbra, pp. 27-50.

⁶¹ Cfr. Guilherme Garrido Gaspar, “A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano IV (2012), n.º 2, Almedina, Coimbra, p. 384, acrescentando o autor que este mecanismo visa maximizar os rendimentos das sociedades intervenientes, atenuando os efeitos da concorrência de mercado, reduzindo os custos e aumentando a capacidade produtiva da sociedade incorporante ou da nova sociedade, Cfr. o autor, “A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas”, ob. cit., p. 402.

⁶² Cfr. Vera Cristina Antunes Costa da Silva Maçãs, “Fusão e cisão de sociedades”, in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano II (2010), n.º 1/2, Almedina, Coimbra, pp. 405-406.

Por forma a melhor compreender como se chega a esse substrato, importa distinguir as modalidades de fusão existentes (art. 97.º, n.º 4 do CSC): *fusão por incorporação* ou *fusão por concentração* ou por *constituição de nova sociedade*.

A fusão por incorporação corresponde a uma operação de reorganização societária em que uma sociedade (ou mais), a sociedade incorporada, é absorvida por outra sociedade, a sociedade incorporadora. Nesta operação, a sociedade incorporada, uma vez absorvida, é dissolvida e extingue-se, transferindo todos os seus ativos, passivos, direitos e obrigações para a sociedade incorporadora, que permanece como entidade jurídica, continuando a exercer a sua atividade comercial.

A fusão por concentração ou por constituição pressupõe a junção de dois ou mais patrimónios de sociedades pré-existentes, sociedades essas que se extinguem, e que dão origem a uma nova sociedade. É para esta nova sociedade que serão transferidos os patrimónios das sociedades fundidas.

No primeiro caso, as participações sociais da sociedade incorporada serão distribuídas pelos sócios da sociedade incorporadora; no segundo caso, serão atribuídas as participações sociais da nova sociedade aos sócios das sociedades fundidas.

Podemos, então, concluir que, “*a fusão consiste na união de duas ou mais sociedades, seja qual for o seu tipo, numa só e pode realizar-se por incorporação ou por concentração.*”⁶³.

No primeiro caso, o património da sociedade que se extingue e o património da sociedade que não se extingue formam o substrato patrimonial da sociedade final; no segundo caso, são os patrimónios das sociedades extintas que formam o substrato patrimonial da sociedade final.

A fusão corresponde, pois, a uma reestruturação societária, que altera a participação social dos sócios⁶⁴ das sociedades participantes neste processo, o que, evidentemente,

⁶³ Cfr. Vera Cristina Antunes Costa da Silva Maçãs, “Fusão e cisão de sociedades”, ob. cit., pp. 405-406.

⁶⁴ Na fusão por incorporação, a diluição das participações sociais ocorre quer nos acionistas da sociedade incorporada, quer nos acionistas da sociedade incorporante, visto que as suas participações originárias serão reduzidas proporcionalmente ao aumento de capital da sociedade incorporante, decorrente da integração da sociedade incorporada nesta. Note-se, contudo, que, na fusão por constituição de nova sociedade, na verdade, no limite, pode nem sequer verificar-se uma diluição da posição acionista se todos os acionistas forem titulares da mesma quantidade de ações em todas as sociedades. Cfr. Guilherme Garrido Gaspar, “A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas”, ob. cit., pp. 393-394.

aumenta o risco de prejudicar os acionistas minoritários, como explicaremos adiante. Contudo, não deixa de ser um processo que garante a continuidade da condição de sócio⁶⁵.

3.2. O processo da fusão

O CSC, concretamente nos arts. 98.º e seguintes, elenca um conjunto de atos que devem ser praticados ao longo do processo de fusão⁶⁶, iniciando-se com a aprovação do projeto de fusão.

Assim, e após uma longa fase de negociações⁶⁷ entre as sociedades participantes, os órgãos de administração⁶⁸ das sociedades que se pretendam fundir devem elaborar, conjuntamente, um projeto de fusão. O art. 98.º do CSC elenca quais os elementos necessários ou convenientes que devem constar desse projeto para que esta operação de reorganização societária possa operar válida e eficazmente.

Destes elementos destacam-se a modalidade, os motivos, as condições e os objetivos da fusão, o balanço de cada uma das sociedades intervenientes e ainda a relação de troca.

A relação de troca corresponde a uma das principais preocupações do instituto da fusão. Esta corresponderá à proporção das ações que serão recebidas pelos sócios das sociedades extintas ou incorporadas e que, no fundo, definirá a percentagem de participação social que os acionistas terão na nova sociedade ou na sociedade incorporante, depois de concluído o processo de fusão.

⁶⁵ Cfr. Guilherme Garrido Gaspar, “A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas”, ob. cit., p. 393.

⁶⁶ Sobre o instituto da fusão v. Raúl Ventura, *Fusão, Cisão, Transformação de sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, 1990, Almedina, Coimbra, pp. 5-275, Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, ob. cit., pp. 640-643 e António Pereira de Almeida, *Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 851-872.

⁶⁷ Como explica Vera Cristina Antunes Costa da Silva Maçãs, “Fusão e cisão de sociedades”, ob. cit., p. 409, são muitos os atos a praticar durante a fase de negociações, uma vez que os mesmos dependem das atividades exercidas pelas sociedades participantes, dos planos de negócio e situações patrimoniais, dos motivos e objetivos que se pretendem alcançar com o processo de fusão, pelo que é impossível elencar especificamente os atos que compõem esta fase. No mesmo sentido, Raúl Ventura, *Fusão, Cisão, Transformação de sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 59, e acrescenta que nesta fase preliminar podemos evidenciar determinadas características, como a “preponderância do aspeto financeiro sobre o aspeto jurídico” e a “variedade e complexidade de problemas a resolver”.

⁶⁸ Cfr. arts. 98.º, n.º 1 e 406.º, al. m) do CSC (este último referente às sociedades anónimas).

Como afirma Raúl Ventura, “*os sócios das sociedades extintas devem receber, em substituição das participações que nela possuam, participações do mesmo valor; os sócios da sociedade incorporante devem estar seguros de que as participações a criar na sua sociedade para a troca correspondem ao valor real do património que vai juntar-se ao daquela sociedade.*”⁶⁹.

Assim, o projeto de fusão deve discriminar as ações e o modo como as mesmas serão distribuídas aos sócios da sociedade, nos termos do art. 98.º, n.º 1, al. e) do CSC. O n.º 3 do mesmo artigo acrescenta que o projeto de fusão deve ainda indicar qual o critério utilizado como base para a definição da relação de troca, que será objeto de apreciação, que depois será submetido à apreciação dos sócios, em assembleia geral, nos termos do art. 100.º do CSC.

O projeto de fusão envolve diversas etapas complexas de planeamento, negociação e, posteriormente, de concretização desse mesmo planeamento, o que justifica que as partes envolvidas considerem os aspetos legais, contabilísticos e operacionais, mas também os aspetos culturais das sociedades intervenientes por forma a garantir o sucesso da fusão.

Nos termos do art. 99.º do CSC, as administrações das sociedades envolvidas no processo da fusão que tenham um órgão de fiscalização⁷⁰ devem comunicar-lhes o projeto de fusão e respetivos anexos para que este órgão emita um parecer sobre esses documentos.

Caso uma ou mais sociedades não tenham órgão de fiscalização, as administrações de todas as sociedades participantes devem promover o exame do projeto de fusão por um ROC ou SROC.

Nos termos do n.º 4 do art. 99.º do CSC, os revisores elaborarão parecer fundamentado sobre a adequação e razoabilidade da relação de troca das participações sociais, devendo indicar, pelo menos: a) os métodos adotados para a definição da mesma; e, b) justificação da escolha desses métodos para o caso concreto, como foram apurados

⁶⁹ Cfr. Raúl Ventura, *Fusão, Cisão, Transformação de sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 78.

⁷⁰ Nas sociedades anónimas a fiscalização compete, regra geral, a um conselho fiscal ou a um fiscal único, cfr. arts. 278.º, n.º 1, al. a) e 413.º, n.º 1 do CSC, e em algumas sociedades por quotas, cfr art. 262.º do CSC).

os valores através da utilização desses métodos, a importância dos mesmos e as dificuldades com que tenham deparado nas avaliações a que procederam.

Apesar de não ter sido consagrado nenhum critério legal para a definição da relação de troca, tal não significa que não existam critérios que possam ser tidos em consideração, a saber: 1) a natureza objetiva da avaliação (as participações sociais são avaliadas pelas sociedades intervenientes e não pelos seus titulares); 2) a necessidade de tutela dos credores; 3) a necessidade de tutela dos sócios⁷¹.

A lei acrescenta ainda que cada ROC pode não só exigir das sociedades participantes as informações e documentos que considere necessários, como também proceder à realização de exames indispensáveis para a elaboração do parecer.

Compreende-se, pois, que a fiscalização do projeto de fusão pressupõe a supervisão e acompanhamento do mesmo, correspondendo a uma etapa essencial do processo de fusão.

Esta etapa visa, assim, assegurar a observância de todas as disposições legais aplicáveis e garantir que todas as partes envolvidas têm acesso a todas as informações e documentos necessários, por forma a que possam tomar as suas decisões de forma esclarecida.

Ademais, a fiscalização envolve também uma avaliação detalhada dos riscos associados à fusão, tentando identificar possíveis problemas legais e financeiros, entre outros, que possam condicionar a viabilidade e o sucesso desta operação. Deste modo, a fiscalização do processo de fusão é essencial para garantir a observância de todos os aspetos legais, assegurar a transparência e integridade, identificar os potenciais riscos e antecipar soluções para os mesmos, tentando sempre acautelar os interesses das partes envolvidas.

Assim, uma fiscalização adequada é essencial para mitigar riscos, garantir a conformidade legal e a transparência, bem como para ajudar a assegurar que a fusão alcance seus objetivos estratégicos⁷² de maneira eficaz.

⁷¹ Cfr. Diogo Costa Gonçalves, Artigo 99.º (coord. António Menezes Cordeiro), *Código das Sociedades Comerciais, Anotado*, ob. cit., p. 356.

⁷² São várias as formas que as sociedades têm para potenciar o seu crescimento, sendo as mais tradicionais o recurso ao investimento dos sócios, de novos sócios ou da própria sociedade. Contudo, a fusão surge como uma alternativa a esse investimento, nomeadamente em períodos de crise económica e financeira,

A fase que se segue é a do registo do projeto de fusão⁷³ na Conservatória do Registo Comercial, nos termos do art. 100.º do CSC. Este registo é obrigatório e deve ser levado a cabo por todas as sociedades participantes. Após o registo, o projeto de fusão é publicado imediatamente, ato esse que é promovido oficiosamente pela Conservatória do Registo Comercial competente, contendo a indicação de que os credores se podem opor à fusão⁷⁴.

O art. 100.º do CSC, no seu n.º 2, determina ainda que os sócios das sociedades participantes devem deliberar, em assembleia geral, sobre o projeto de fusão. A assembleia geral deve ser convocada após o projeto de fusão ter sido registado e devem reunir-se, pelo menos, um mês sobre a data da publicação da convocatória. A convocatória é automática e gratuitamente publicada em simultâneo com a publicação do registo do projeto, nos termos do n.º 4.

Os arts. 100.º a 102.º do CSC consagram o direito de informação dos sócios na fusão, sem prejuízo de os mesmos serem interpretados conjuntamente com as normas gerais que consagram esse direito.

Este direito pode ser desdobrado em três vertentes⁷⁵: 1) o direito à consulta de documentos; 2) o direito à informação nas deliberações sociais (informação prévia ou no decorrer da mesma); e 3) os mecanismos de reação quando este direito não é prestado aos acionistas. Concretamente, nas sociedades anónimas, encontramos o direito de informação regulado nos arts. 288.º a 293.º do CSC.

Ora, o direito à informação, no geral, pressupõe a ideia de os acionistas poderem ter conhecimento sobre os mais variados temas da vida social⁷⁶, podendo, eventualmente, pedir esclarecimentos a ser prestados pelo órgão social competente.

Focando-nos na segunda vertente, destacamos, assim, o direito à informação preparatória das assembleias gerais e direito à informação nas assembleias gerais⁷⁷. O

cfr. Guilherme Garrido Gaspar, “A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas”, ob. cit., pp. 383-384.

⁷³ O registo do projeto de fusão é feito por depósito, isto é, arquivam-se os documentos que titulam o facto sujeito a registo (cfr. art. 53.º-A, n.º 5 CRC), não havendo controlo da legalidade do projeto de fusão cfr. art. 47.º do CRC).

⁷⁴ Cfr. arts. 100.º e 101.º-A do CSC e arts. 3.º, n.º 1, al. p), 70.º, n.º 1, al. a) e 71.º do CRC e cfr. Vera Cristina Antunes Costa da Silva Maças, “Fusão e cisão de sociedades”, ob. cit., p. 410.

⁷⁵ Cfr. Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 248.

⁷⁶ Cfr. Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 248.

⁷⁷ Cfr. Guilherme Garrido Gaspar, “A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas”, ob. cit., p. 406.

primeiro está regulado no art. 289.º do CSC e assenta na ideia de que devem ser facultados à consulta dos acionistas as propostas do órgão de administração e outros documentos relevantes para a formação da sua vontade, para que possam tomar uma decisão livre e esclarecida. Quanto ao segundo, este consta do art. 290.º do CSC e pressupõe que, na própria assembleia geral, o acionista possa pedir que lhe sejam prestadas informações relevantes, de modo a formar opinião fundamentada sobre os assuntos sujeitos a deliberação.

Relativamente ao direito à informação preparatória das assembleias gerais na fusão das sociedades anónimas, desde logo os arts. 100.º, n.º 3 e 102.º, n.º 1 do CSC determinam que a partir do momento em que o registo do projeto é publicado, os sócios (e também os credores e trabalhadores ou seus representantes) têm o direito de consultar nas sedes das sociedades participantes um conjunto de documentos, nomeadamente o projeto de fusão e relatórios e pareceres elaborados pelos órgãos das sociedades⁷⁸.

O art. 102.º, n.º 4 do CSC regula o direito à informação nas assembleias gerais de deliberação do projeto de fusão, determinando que todos os sócios podem pedir informações e exigir esclarecimentos sobre as sociedades participantes.

A deliberação sobre o projeto de fusão corresponde ao momento da formação da vontade das sociedades participantes, motivo pelo qual é necessário que todos disponham da informação adequada para tomarem a sua vontade de forma livre e esclarecida.

Nos termos do art. 214.º, n.º 1 e 290.º, n.º 1 do CSC, “*as informações a prestar pela sociedade devem ser verdadeiras, completas e elucidativas (...), isto é, devem corresponder à realidade, retratá-la fielmente e de forma completa e esclarecedora.*”⁷⁹.

⁷⁸ Levanta-se aqui a questão de saber se o art. 288, n.º 1, al. a) do CSC, que se aplica apenas às sociedades anónimas, se encontra em relação de especialidade face ao art. 101.º do CSC, que consta da parte geral do CSC. Assim, será que, no âmbito das sociedades anónimas, apenas os sócios detentores, isolada ou conjuntamente, de 1% do capital social é que podem exercer este direito de informação preparatória às assembleias gerais? Ora, isto levaria a que os sócios minoritários que detenham ações representativas de 1% do capital social, que só por isto, já se encontram numa situação fragilizada, ficassem prejudicados aquando da deliberação da fusão, por não terem tido acesso à informação. Concordamos com Guilherme Garrido Gaspar e Diogo Costa Gonçalves quando afirmam que limitar o exercício deste direito a estes sócios seria “*manifestamente prejudicial para a posição jurídica dos mesmos*”, pelo que o art. 288.º “*não deve prevalecer absolutamente*” face o art. 101.º, cfr. Guilherme Garrido Gaspar, “A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas”, ob. cit., pp. 406-408 e Diogo Costa Gonçalves, *Fusão, Cisão e Transformação de sociedades comerciais – A posição jurídica dos sócios e a delimitação do statuo viae*, 2008, Almedina, Coimbra, p. 218.

⁷⁹ Cfr. Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 260.

Portanto, o direito à informação no processo da fusão é um direito garantido não só aos das sociedades participantes nesta operação, como também a outros interessados. Conclui-se, então, que o direito à informação é uma importante ferramenta de proteção (e, em especial, para os acionistas minoritários), porquanto visa assegurar que todos têm acesso às informações relevantes e necessárias para tomar decisões informadas, protegendo assim os seus interesses.

Após efetuado o registo do projeto de fusão, para que a fusão opere é necessário a aprovação do mesmo por parte dos órgãos de administração das sociedades participantes. Assim, esta deliberação⁸⁰ deve ser tomada nos termos previstos para a alteração do contrato de sociedade (art. 103.º do CVM).

Ora, para que o projeto de fusão seja aprovado é exigida a maioria qualificada de 3/4 dos votos nas sociedades por quotas (cfr. art. 265.º, n.º 1 e 3 do CSC) e de 2/3 nas sociedades anónimas (cfr. arts 383.º, n.º 2 e 386.º, n.º 3 do CSC).

Salienta-se ainda que o legislador tenta proteger aqueles que possam ver os seus interesses prejudicados. Assim, o n.º 2 do art. 103.º do CSC elenca as situações em que o registo da fusão depende do consentimento⁸¹ dos sócios prejudicados⁸². Essas situações são as seguintes: quando a fusão aumente as obrigações de todos ou alguns dos sócios (al. a)), quando esta afete direitos especiais de que estes sejam titulares (al. b)) ou quando alterar a proporção das suas participações sociais em face dos restantes sócios da mesma sociedade (al. c)), salvo se essa alteração resultar de pagamentos que lhes sejam impostos por outras disposições legais.

Após aprovação do projeto de fusão pelas das sociedades participantes, celebre-se o ato da fusão que “*encerra o ciclo do processo da fusão e traduz a manifestação final*”

⁸⁰ Sobre deliberações v. Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, ob. cit., pp. 464-566.

⁸¹ O CSC não esclarece como é que pode ser dado esse consentimento ou não consentimento. Sobre o tema Cfr. Guilherme Garrido Gaspar, “A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas”, ob. cit., pp. 420-423, Raúl Ventura, *Fusão, Cisão, Transformação de sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1990, 118 e Diogo Costa Gonçalves, Artigo 103.º (coord. António Menezes Cordeiro), *Código das Sociedades Comerciais, Anotado*, ob. cit., pp. 389-390.

⁸² Para uma análise mais detalhada v. Guilherme Garrido Gaspar, “A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas”, ob. cit., pp. 416-420

da vontade das sociedades intervenientes em se fundirem.”⁸³. E é exatamente por verter esta manifestação que se entende que o ato da fusão tem natureza contratual⁸⁴.

Posteriormente, dá-se inscrição da fusão no registo comercial por qualquer dos administradores das sociedades participantes na fusão ou da nova sociedade.

É com a inscrição da fusão no registo comercial⁸⁵ que 1) se extinguem as sociedades incorporadas ou as sociedades fundidas, que 2) se transmitem o seus direitos e obrigações para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade e 3) que os sócios das sociedades extintas se tornam sócios da sociedade incorporante ou da nova sociedade. Estes três efeitos, elencados no art. 112.º do CVM ocorrem simultaneamente.

Nos termos dos arts. 112.º e 120.º do CSC, a fusão só produz efeitos a partir da data do seu registo, o que significa que o registo da mesma tem natureza constitutiva.

3.3. O direito de exoneração consagrado no art. 105.º do CSC

Vimos que, nos termos do art. 103.º, n.º 2 do CSC, a fusão não pode ser registada – e, por conseguinte, não produzirá os seus efeitos – sem o consentimento dos sócios prejudicados.

Ora, e o que acontece aos sócios que, ainda que não sejam prejudicados com a fusão, votem contra esta operação?

O art. 105.º, n.º 1 do CSC dispõe que, aqueles que tenham votado contra o projeto de fusão, têm o direito de se exonerar, no prazo de um mês a contar da data da deliberação, exigindo à sociedade que adquira a sua participação social, se – e só se – a lei ou o contrato de sociedade preverem tal direito.

⁸³ Cfr. Vera Cristina Antunes Costa da Silva Maçãs, “Fusão e cisão de sociedades”, ob. cit., p. 413.

⁸⁴ Cfr. Vera Cristina Antunes Costa da Silva Maçãs, “Fusão e cisão de sociedades”, ob. cit., p. 413. No mesmo sentido, Raúl Ventura, *Fusão, Cisão, Transformação de sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 160.

⁸⁵ Aqui, ao contrário do que sucede no projeto de fusão, o registo opera por transcrição, isto é, o facto sujeito a registo terá de ser aprovado ou recusado por um conservador ou por um oficial de registo. Tal significa que a fusão produz os seus efeitos a partir da data da apresentação do registo, já que nos registos por transcrição a data a considerar para a produção de efeitos é a data da apresentação do pedido. Cfr. Vera Cristina Antunes Costa da Silva Maçãs, “Fusão e cisão de sociedades”, ob. cit., p. 414.

Como salienta Pedro Pais de Vasconcelos, o direito de exoneração encontra fundamento, por um lado, no art. 43.º, n.º 3 da CRP, que determina que “ninguém pode ser obrigado a fazer parte de uma associação nem coagido por qualquer meio a permanecer nela.”; e, por outro, “na alteração de circunstâncias, do quadro circunstancial que constituiu a base da sua decisão de integrar a sociedade, da *affectio societatis*, do relacionamento interno entre sócios, etc., incluindo o caso de concentração accionista”⁸⁶.

Nas palavras de Paulo Olavo Cunha, “a exoneração consiste no abandono unilateral do sócio da sociedade de que fazia parte, sem se fazer substituir, mediante contrapartida.” e que “implica a perda da titularidade da quota ou das ações relativamente às quais exerceu o seu direito.”⁸⁷.

O n.º 2 do art. 105.º do CSC determina que o exercício do direito de exoneração pressupõe uma contrapartida. Ora, esta contrapartida é paga pela aquisição da participação social e deve ser calculada nos termos do art. 1021.º do CC⁸⁸, com referência ao momento da deliberação da fusão. A lei nada diz quanto ao prazo para a determinação da contrapartida e, nestes termos, alguns autores entendem que deve ser aplicado analogicamente o prazo de 30 dias previsto no art. 7.º, n.º 5 do DL 2/2005, de 04 de Janeiro⁸⁹.

O direito de exoneração consagrado no art. 105.º do CSC consiste num direito de saída dos sócios da sociedade, conferindo-lhes, ainda, a faculdade de exigir a alienação da sua participação social⁹⁰. Este direito é, portanto, um mecanismo de proteção dos

⁸⁶ Cfr. Pedro Pais de Vasconcelos, “Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, ob. cit., p. 13.

⁸⁷ Cfr. Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, ob. cit., pp. 267-268.

⁸⁸ A contrapartida deve ser apurada com base no valor contabilístico da participação, cfr. Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 268.

⁸⁹ Cfr. Diogo Costa Gonçalves, Artigo 105.º (coord. António Menezes Cordeiro), *Código das Sociedades Comerciais, Anotado*, ob. cit., p. 403.

⁹⁰ O art. 105.º não fixa nenhum prazo para a aquisição da participação social. A doutrina tem aplicado, analogicamente, o prazo de 30 dias previsto no 240.º, n.º 4 do CSC, aplicável às sociedades por quotas. Isto porque o art. 7.º, n.º 5 do DL 2/2005, de 04 de janeiro, relativo ao regime da constituição de uma sociedade anónima europeia por fusão, determina este prazo para a aquisição da participação social do sócio exonerado. Cfr. Raúl Ventura, *Fusão, Cisão, Transformação de sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, ob. cit., pp. 143-144. O art. 105.º também nada diz quanto à sanção aplicável para o incumprimento no caso de a sociedade não adquirir a participação social. Parte da doutrina defende a aplicação analógica do art. 240.º, n.º 6 e 7.º do CSC, o que significa que a consequência para o incumprimento será a possibilidade de o sócio requerer a dissolução judicial da sociedade. Cfr. Raúl Ventura, *Fusão, Cisão, Transformação de sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 145. Contudo, outros optam pela aplicação analógica do art. 7.º, n.º 6 do DL 2/2005, de 04 de janeiro. Este determina que se o motivo do incumprimento for imputável ao sócio, este perde o direito de

sócios que votem contra o projeto de fusão e, concretamente, um mecanismo de proteção dos sócios minoritários.

Da análise do n.º 1 do art. 105.º do CSC resulta, em primeiro lugar, que este direito só é conferido aos sócios que tenham votado contra o projeto de fusão, não se aplicando àqueles que votaram a favor, nem aos que se encontravam ausentes ou se tenham absterido no momento da deliberação⁹¹.

Em segundo lugar, surge a questão de saber se esta norma consagra efetivamente um direito de exoneração. Repare-se: a primeira parte da mesma afirma que “Se a lei ou o contrato de sociedade atribuir ao sócio que tenha votado contra o projecto de fusão o direito de se exonerar” (sublinhado nosso). Ora, na verdade, entendemos que resulta claro da letra da lei que o artigo acaba por não consagrar, efetivamente, um direito de exoneração, tão somente o regula⁹². Tal significa que o artigo em análise fica dependente da existência de uma norma legal ou de uma cláusula estatutária para que este direito de exoneração possa, efetivamente, operar.

Ora, no capítulo do CSC onde se encontra regulado o processo de fusão, em geral, isto é, aplicável a todos os tipos societários, não encontramos qualquer disposição legal que consagre, de facto, um direito de exoneração dos sócios que votem contra o projeto de fusão.

A única disposição legal que encontramos no CSC sobre esta temática é o art. 490.º do CSC. Deste modo, o direito de exoneração legal só está previsto para os casos de fusão por incorporação de sociedade detida pelo menos a 90% por outra sociedade. Aqui encontramos, efetivamente, um direito de saída⁹³.

exoneração; se, por outro lado, for imputável à sociedade, a fusão não pode operar. Cfr. Diogo Costa Gonçalves, Artigo 105.º (coord. António Menezes Cordeiro), *Código das Sociedades Comerciais, Anotado*, ob. cit., pp. 402-403.

⁹¹ Cfr. Raúl Ventura, *Fusão, Cisão, Transformação de sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 143.

⁹² Neste sentido Raúl Ventura, *Fusão, Cisão, Transformação de sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 140 e Guilherme Garrido Gaspar, “A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas”, ob. cit., p. 425.

⁹³ A participação social das sociedades anónimas são ações, que correspondem a títulos de crédito, tipicamente circulantes e transmissíveis. Ora, se assim o é, os acionistas que pretendem sair da sociedade podem fazê-lo através da venda das suas ações. E é esta livre transmissibilidade das ações, característica das sociedades anónimas que justifica a não previsão do direito de exoneração nas sociedades anónimas. Cfr. Pedro Pais de Vasconcelos, “Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, ob. cit., p. 15.

Deste modo, podemos concluir que 1) o legislador deixou de fora um conjunto de situações que não protegem os sócios minoritários das decisões tomadas pelos maioritários e 2) somente se o contrato de sociedade prever o direito de exoneração⁹⁴ dos sócios que tenham votado contra o projeto de fusão é que estes podem ver os seus interesses acautelados. Parece estar comprometida a proteção dos sócios minoritários.

São vários os argumentos que podemos encontrar na doutrina que para tentar justificar esta opção legislativa. Aqui, e porque este não é o cerne da nossa análise, destacamos dois: o primeiro está relacionado com o facto de a Terceira Directiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro de 1978, respeitante à fusão de sociedades anónimas, não prever qualquer disposição no sentido de exigir que os legisladores nacionais consagrem a existência de um direito de exoneração no contexto da fusão⁹⁵; o segundo prende-se com o facto se entender que o processo de fusão, em si, já acautela os interesses dos acionistas, porquanto o mesmo garante, nomeadamente o direito à informação e a exigibilidade de consentimentos daqueles que saiam prejudicados com a efetivação da fusão.

Contudo, uma coisa é certa: entendemos não só que o artigo em análise não consagra um verdadeiro direito de exoneração, bem como, ao não consagrar tal direito, o legislador deixou desprotegidos os interesses dos acionistas minoritários, sendo certo que a operação da fusão corresponde a uma reestruturação societária que implica uma grande modificação na estrutura societária de qualquer sociedade.

A verdade é que os acionistas minoritários podem ter um papel fundamental na formação de maiorias. Estes, por terem interesses iguais ou semelhantes, podem juntar-se e, no limite, assumir a direção da gestão da sociedade. Mas é certo que quando grande parte do capital social se encontra concentrado num só acionista é muito difícil, para não dizer impossível, que os acionistas minoritários consigam ter algum poder na sociedade. E, mais, terão muita dificuldade na venda das suas ações, uma vez que serão poucos os interessados em adquirir ações de uma sociedade que é controlada por um único acionista⁹⁶.

⁹⁴ Importa ressaltar que o regime estabelecido no contrato de sociedade relativo ao direito de exoneração tem de obedecer ao regime previsto no art. 105.º do CSC.

⁹⁵ Cfr. Raúl Ventura, *Fusão, Cisão, Transformação de sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, ob. cit., p. 138.

⁹⁶ Cfr. Pedro Pais de Vasconcelos, “Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, ob. cit., p. 17.

Assim, é para acautelar este tipo de situações⁹⁷, que o legislador intervém por forma a proteger os acionistas minoritários e prevê normas como o art. 490.º do CSC, que estipula que cada acionista pode exigir que a sociedade dominante lhe faça uma oferta de aquisição das suas ações. Ainda assim, entendemos que, uma vez que este artigo se aplica apenas a casos bastante concretos, o legislador deixa de fora muitos outros que poderiam beneficiar de alguma tutela, através da consagração de um direito de exoneração para as sociedades anónimas no geral.

4. A derrogação do dever de lançamento de OPA em caso de fusão

Da análise feita até então resulta que a fusão de sociedades corresponde a uma operação de concentração empresarial e, conseqüentemente, de reestruturação societária que pode levar ao surgimento de posições de controlo, sem que com isso, haja o dever de lançamento da OPA⁹⁸, se cumpridos os requisitos legalmente impostos pelo art. 189.º, n.º 1, al. c) do CVM.

Ora, este artigo determina que *“O disposto no artigo 187.º não se aplica quando a ultrapassagem do limite de direitos de voto relevantes nos termos dessa disposição resultar: c) Da fusão de sociedades, desde que da deliberação da assembleia geral conste expressamente que a fusão resultará uma nova posição de domínio”*.

Neste sentido, o dever de lançamento da OPA é afastado, nos termos do art. 189.º, n.º 1, c) do CVM, no caso de fusão de sociedades, desde que da deliberação da assembleia geral resulte claro que, com a fusão, surge uma posição de controlo na estrutura da sociedade incorporante ou da nova sociedade.

Assim, o legislador entende que, uma vez que os acionistas das sociedades envolvidas conhecem, previamente, as relações de poder, nomeadamente posições de domínio, que irão surgir com a efetivação da operação da fusão, já não se justifica o dever de lançamento da OPA, imposto pelo art. 187.º do CVM, ainda que formalmente,

⁹⁷ De acordo com Pedro Pais de Vasconcelos, esta ideia é similar ao que acontece no regime do art. 187.º do CVM. Diz o autor, *“No caso da OPA obrigatória, as ações são adquiridas pelo accionista dominante, a quem é imposto o lançamento da oferta e que suposta o respectivo custo.”* Cfr. o autor, *“Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”*, ob. cit., p. 18.

⁹⁸ Cfr. Juliano Ferreira, *“Exceções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”*, ob. cit., p. 192.

estivessem preenchidos os pressupostos do seu n.º 1; isto é, que, com a fusão, uma pessoa – humana ou jurídica, como se já explicou – ultrapassasse um dos limites fixados na norma e, conseqüentemente, exercesse uma influência dominante sobre a sociedade visada.

No fundo, o legislador afasta este dever de lançamento da OPA por considerar que os interesses que se visam proteger com tal imposição se encontram suficientemente acautelados pelos mecanismos processuais legalmente estabelecidos para o processo de fusão⁹⁹.

Contudo, surge a questão de saber se as normas legais previstas para o processo da fusão acautelam, efetivamente, os interesses de todos os intervenientes envolvidos nesta operação, proteção essa que justifica o afastamento do instituto do dever de lançamento da OPA que, como já referimos, visa garantir o tratamento igualitário entre os acionistas.

O art. 98.º, n.º 1 do CSC elenca os elementos essenciais que devem constar do projeto de fusão, nomeadamente a relação de troca, nos termos da al. e). O n.º 3 do artigo determina ainda que, além da relação de troca em si, deve ser dado a conhecer aos acionistas o critério que lhe serviu de base.

Ora, nos termos do art. 100.º do CSC, o projeto de fusão será submetido à apreciação e deliberação dos sócios de cada uma das sociedades participantes, o que significa que é dada a oportunidade aos mesmos de se pronunciarem sobre os vários elementos do projeto, concretamente a relação de troca e o critério utilizado para a definição da mesma.

Deste modo, os acionistas das sociedades participantes pronunciar-se-ão sobre a nova estrutura acionista, tomando conhecimento das eventuais posições de controlo que podem surgir com a operação da fusão.

Mais, a lei, no art. 103.º, n.º 2 do CSC, estipula que a fusão não pode ser registada – isto é, não operará – se não for obtido o consentimento dos sócios prejudicados. Interessa-nos para a nossa análise a al. c), que determina que poderão existir sócios prejudicados com a deliberação da fusão se se “*alterar a proporção das suas*

⁹⁹ Cfr. Juliano Ferreira, “Exceções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, ob. cit., pp. 205-207. No mesmo sentido, João Calvão da Silva, “Fusão de Sociedades, Acordo de voto e Derrogação da Obrigatoriedade de OPA”, in *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, 2001, Almedina, Coimbra, p. 50.

participações sociais em face dos restantes sócios da mesma sociedade”¹⁰⁰. E, nos termos do art. 55.º do CSC, na falta de consentimento, expresso ou tácito, a deliberação que aprove a fusão será ineficaz em relação a todos os sócios.

Assim, se a derrogação da al. c) do n.º 1 do art. 189.º do CVM não existisse e se da operação de fusão resultasse uma posição de domínio, o detentor do mesmo ver-se-ia obrigado a lançar a OPA, ainda que as relações de poder emergentes dessa operação já fossem conhecidas e aceites por todos¹⁰¹, o que significaria que “*estariamos em presença de uma forma de tutela dos acionistas contra a sua própria vontade, expressa por deliberação social.*”¹⁰².

Concordamos com Juliano Ferreira quando afirma que “*a posição de controlo é tudo menos inesperada e imprevista*” por parte dos sócios das sociedades intervenientes no processo da fusão, porquanto este processo garante que os mesmos têm acesso a um conjunto de documentos informativos, por forma a poderem tomar a sua decisão de forma consciente e esclarecida, e assegura ainda que os mesmos se possam pronunciar sobre os vários elementos do projeto de fusão, concretamente a relação de troca. E acrescenta o autor, “*Ademais, exige-se não só o conhecimento de que a fusão resultará uma posição de controlo, mas sobretudo a aceitação desse facto por parte dos demais acionistas*”¹⁰³.

Salienta-se, no entanto, o facto que de os acionistas ausentes ou que se tenham absterido na deliberação sobre o projeto de fusão ficarem desprotegidos, porquanto verão as participações sociais da sociedade a ser alteradas (e, eventualmente, o surgimento de novas posições de domínio), não podendo exercer o direito de exoneração.

Face ao exposto, entendemos, contudo, que os mecanismos de proteção dos acionistas minoritários na fusão não são tão fortes quanto aqueles consagrados no regime da OPA, em concreto, daquele que resulta o dever de lançamento da OPA.

Em primeiro lugar, a eventual existência de um conflito de interesses. Encontrar-se-ão os interesses dos acionistas, de facto, tutelados tendo em conta que o acionista que

¹⁰⁰ Note-se que se considera que o sócio não é prejudicado se esta alteração resultar de pagamentos que lhe são exigidos por forma a garantir o valor mínimo de unidade de participação social, como resulta da parte final da alínea.

¹⁰¹ Cfr. Juliano Ferreira, “Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, ob. cit., pp. 206-207.

¹⁰² Cfr. Juliano Ferreira, “Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, ob. cit., p. 207.

¹⁰³ Cfr. Juliano Ferreira, “Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, ob. cit., p. 207.

passará a exercer uma posição de domínio sobre a sociedade pode exercer o seu direito de voto na assembleia geral?

Recorda-se que a derrogação prevista no art. 189.º, n.º 1, al. c) do CVM assenta na lógica de se entender que os acionistas minoritários estão efetivamente protegidos pelos mecanismos processuais legalmente impostos no processo de fusão, motivo pelo qual se considera não ser necessário continuar a exigir-se o lançamento da OPA¹⁰⁴.

Ainda que da fusão de sociedades resulte uma posição de domínio de um determinado acionista, a verdade é que os acionistas minoritários, se prejudicados, poderiam ter votado contra o projeto de fusão e, nos termos do art. 105.º do CSC, exercer o seu direito de exoneração¹⁰⁵. Se não o fizeram, tal significa que aceitaram a condição de acionista minoritário (com todas as desvantagens que isso implica), afastando-se, assim, o dever de lançamento da OPA.

Contudo, uma das questões que se levanta será a de saber se fará sentido, à luz do princípio do tratamento igualitário entre acionistas, que aquele que exercerá uma posição de controlo possa votar na deliberação do projeto de fusão. A verdade é que a lei nada diz quanto a este assunto, pelo que não está este acionista impedido de exercer o seu direito de voto.

O art. 384.º do CSC, determina, no seu n.º 6, que um acionista não pode votar nos casos previstos na lei e ainda quando a deliberação incida sobre os seguintes assuntos:

“a) Liberação de uma obrigação ou responsabilidade própria do accionista, quer nessa qualidade quer na de membro de órgão de administração ou de fiscalização;

b) Litígio sobre pretensão da sociedade contra o accionista ou deste contra aquela, quer antes quer depois do recurso a tribunal;

c) Destituição, por justa causa, do seu cargo de titular de órgão social;

d) Qualquer relação, estabelecido ou a estabelecer, entre a sociedade e o accionista, estranha ao contrato de sociedade.”

¹⁰⁴ Neste sentido, Juliano Ferreira, “Exceções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, ob. cit., pp. 206-207.

¹⁰⁵ Note-se, no entanto, que aqui não nos podemos esquecer que, como já explanado acima, são poucos os casos em que, na prática, existe efetivamente um direito de exoneração.

Ora, como já referimos, não existe nenhuma disposição legal que preveja, expressamente, o impedimento do exercício do direito de voto deste acionista e, conclui-se da letra do art. 384.º, que a mesma também não é subsumível à situação em análise. Deste modo, o legislador não previu este eventual conflito de interesses como impeditivo do exercício do direito de voto.

Contudo, e como afirma Juliano Ferreira, posição com a qual concordamos, “*devemos ter em consideração que a citada norma constitui um reflexo de um princípio geral no art. 251.º CSC*”¹⁰⁶.

O n.º 1 do art. 251.º do CSC determina, na sua primeira parte que “*O sócio não pode votar nem por si, nem por representante, nem em representação de outrem, quando, relativamente à matéria da deliberação, se encontre em situação de conflito de interesses com a sociedade.*”.

Assim, se admitirmos a possibilidade de aplicabilidade deste princípio ao regime das sociedades anónimas, conseguir-se-ia acautelar as eventuais situações de conflito de interesses que pudessem decorrer do facto de o acionista detentor do controlo poder participar (contribuindo para a formação do quórum constitutivo de 1/3) e votar (preenchendo o quórum deliberativo de 2/3) na deliberação do projeto de fusão. Ressalvase, contudo, que a possibilidade de este acionista exercer o direito de voto não implica automaticamente que exista este conflito de interesses, pelo que se entende que ter-se-ia sempre primeiro que avaliar o caso concreto.

Por outro lado, a inadmissibilidade deste entendimento implica automaticamente a existência de um desequilíbrio entre maioritários e minoritários, porquanto não estão nunca, em qualquer circunstância, acautelados os interesses dos segundos. Deste modo, consideramos que, o legislador ao regular de modo concreto esta situação, desconsiderou o princípio do tratamento igualitário entre acionistas.

Em segundo lugar, a contrapartida resultante do exercício do direito de exoneração, como resulta do art. 105.º do CSC.

¹⁰⁶ Cfr. Juliano Ferreira, “Exceções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, ob. cit., p. 209. O autor defende que o art. 384.º do CSC decorre de um princípio geral consagrado no art. 251.º do CSC, motivo pelo qual se presume que considera que o mesmo se aplica ao regime das sociedades anónimas. Por outro lado, surge sempre a hipótese de aplicar por analogia, nos termos do art. 9.º do CC, o art. 251.º do CSC ao regime das sociedades anónimas. A nós parece-nos ser um raciocínio bastante legítimo.

O n.º 2 deste artigo determina como deve ser calculada a contrapartida associada à aquisição da participação social do sócio que pretende exercer o direito de saída. Assim, a norma determina que “*Salvo estipulação diversa do contrato de sociedade ou acordo das partes, a contrapartida da aquisição deve ser calculada nos termos do artigo 1021.º do Código Civil, com referência ao momento da deliberação de fusão, por um revisor oficial de contas designado por mútuo acordo ou, na falta deste, por um revisor oficial de contas independente designado pela respectiva Ordem, a solicitação de qualquer dos interessados.*”.

Desta disposição legal resulta evidente que a contrapartida deve ser apurada no momento da deliberação do projeto de fusão¹⁰⁷ e que pode ser fixada, extrajudicialmente, por um ROC, se as partes chegarem a acordo sobre a nomeação do mesmo.

Relativamente à contrapartida Pedro Pais Vasconcelos afirma que esta “*é o valor equitativo apurado segundo as regras da arte, por avaliadores sérios, competentes e independentes. Este valor deve corresponder à proporção, à quota parte do sócio, no valor real da sociedade*”¹⁰⁸.

Por outro lado, o art. 188.º do CVM determina, no seu n.º 1 que: “*1 - A contrapartida de oferta pública de aquisição obrigatória não pode ser inferior ao mais elevado dos seguintes montantes: a) O maior preço pago pelo oferente ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, ou que o oferente ou alguma daquelas pessoas se obrigou a pagar, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta; b) O preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período.*”.

Ora, da letra da lei facilmente se conclui que o apuramento da contrapartida não só tem por base valores de mercado – ao contrário do que sucede na fusão, em que esta “*resulta de uma avaliação económica das ações em função do património da sociedade*

¹⁰⁷ Como esclarece Guilherme Garrido Gaspar tal sucede, porque o processo de fusão, uma vez que é composto por diversas etapas, pode ser demorada, podendo decorrer um grande período temporal entre o exercício do direito de exoneração e a exoneração, cfr. o autor, “A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas”, ob. cit., p. 431.

¹⁰⁸ Cfr. Pedro Pais de Vasconcelos, “Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, ob. cit., p. 18.

*em questão*¹⁰⁹ –, como também se garante que a mesma não pode ser menor do que o maior preço pago pelo oferente a outro acionista por adquirir ações da mesma categoria nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar da oferta.

Somente, nos termos do n.º 2 do art. 188.º do CVM, “*Se a contrapartida não puder ser determinada por recurso aos critérios referidos no n.º 1 ou se a CMVM entender que a contrapartida, em dinheiro ou em valores mobiliários, proposta pelo oferente não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa, por ser insuficiente ou excessiva, a contrapartida mínima é fixada a expensas do oferente por perito independente designado pela CMVM.*”.

Assim, só em determinadas situações é que será possível recorrer-se a um terceiro, neste caso, um perito designado pela CMVM para a determinação da contrapartida. E, note-se: a lei nada refere quanto à possibilidade de fixação da contrapartida por acordo entre as partes, que é o um dos critérios escolhidos e prevaletentes ao consagrado pelo legislador no n.º 2 do art. 105.º do CSC para a fixação da contrapartida.

Ora, a verdade é que a ausência de um terceiro imparcial para a fixação desta contrapartida – e a mesma ser estabelecida entre as partes – é passível de originar situações injustas e de desequilíbrio, permitindo que uma das partes exerça domínio sobre a outra. Tal sucede devido à natureza inerentemente assimétrica das negociações, especialmente em contextos como a fusão e a OPA, onde os interesses e objetivos podem divergir significativamente.

Por outro lado, quando existe um terceiro imparcial e com conhecimento especializado para determinar o valor da contrapartida, existe o risco de uma das partes, tipicamente a parte adquirente ou que exerça posições de domínio ou de influência dominante, de se aproveitar da outra, impondo as suas condições que serão, evidentemente, mais desfavoráveis à outra. Tal ocorre, nomeadamente, por meio de pressão ou, eventualmente, pelo facto de possuir informações privilegiadas ou simplesmente pela força negocial que tem. Deste modo, a existência deste terceiro garante um processo mais justo e transparente, assegurando mais facilmente o equilíbrio, o tratamento igualitário entre os acionistas e, conseqüentemente, a proteção dos

¹⁰⁹ Cfr. Pedro Pais de Vasconcelos, “Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, ob. cit., p. 19.

minoritários, que, no fundo, são ideais que pretendem ser acautelados quer através do instituto da OPA, quer através do processo da fusão.

Evidenciam-se, ainda, três aspetos do regime da OPA: o primeiro, o prémio de controlo é tido em consideração aquando do cálculo da contrapartida¹¹⁰; o segundo, os acionistas minoritários ficam defendidos “*contra as quebras valorativas subsequentes a uma tomada de controlo*”¹¹¹, o que não é garantido no processo de fusão; e, por fim, o terceiro, no regime da OPA, a participação social é adquirida pelo oferente, isto é, aquele que adquire uma posição de domínio na sociedade, ao contrário do que ocorre no regime da fusão, em que, em caso de exercício do direito de exoneração, a participação será adquirida, em princípio, pela sociedade.

Por fim, o tratamento igualitário entre acionistas e o direito de saída associado à tutela dos acionistas minoritários. Sobre este aspeto, já fomos expondo as nossas considerações ao longo da nossa análise, motivo pelo qual não nos alongaremos muito.

Ora, o art. 187.º do CVM determina que quando sejam ultrapassados os limites fixados no mesmo, surge o dever de lançamento da OPA. Um dos fundamentos para a constituição deste dever é o princípio do tratamento igualitário entre os acionistas, de onde decorre a necessidade de proteção dos acionistas minoritários. A lei considera que, pelo facto de um acionista (o oferente) exercer influência dominante sobre a sociedade (sociedade visada), surge um desequilíbrio na estrutura acionista, motivo pelo qual terá o dever de lançar a OPA, dando aos acionistas minoritários a possibilidade de saírem da sociedade, mediante contrapartida.

Por outro lado, no regime da fusão, já vimos que no art. 105.º do CSC não é efetivamente consagrado um direito de exoneração, limitando-se o legislador a regulá-lo. Nestes termos, aos acionistas minoritários não lhes é conferido um efetivo direito de saída da sociedade (exceto para a situação prevista no art. 490.º do CSC ou nos casos em que o contrato de sociedade assim o regule). Deste modo, concluímos que o regime da fusão

¹¹⁰ Menciona-se ainda o facto de que a contrapartida recebida no caso de exoneração nos termos do art. 105.º do CSC é, tendencialmente, de valor inferior, relativamente àquela que resulta do regime da OPA, nos termos do art. 188.º do CVM.

¹¹¹ Cfr. Pedro Pais de Vasconcelos, “Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, ob. cit., p. 19. Nesta senda, afirma ainda o autor que “*Ensina a experiência que, após o culminar de um processo de concentração ou de tomada de controlo, a cotação das ações costuma sofrer uma quebra acentuada que não é justo impor ao exonerado.*”.

não garante, efetivamente, um direito de saída da sociedade aos acionistas minoritários, ao contrário do que acontece no regime da OPA.

A verdade é que a lei permite que o dever de lançamento da OPA seja afastado em caso de fusão mediante a aprovação do projeto de fusão por 2/3 dos votos emitidos, o que, desde logo, significa que aqueles que detenham mais ações com direito de voto acabam por ter um papel mais determinante na votação. Por outro lado, o facto de somente se exigir uma maioria de 2/3, significa também que existe sempre a possibilidade de o projeto de fusão ser aprovado, mesmo contra a vontade de alguns dos acionistas. Mais, significa isto também que apenas 2/3 dos acionistas votaram a favor da derrogação do dever de lançamento da OPA e não a totalidade dos mesmos.

Como já fomos expondo, um dos fundamentos para a imposição do dever de lançamento da OPA é o princípio da igualdade de tratamento entre acionistas, implicando isto, evidentemente, a tutela dos acionistas minoritários. É esta a ideia que decorre não só do regime da OPA no CVM, como também da própria Diretiva das OPA. Assim, por forma a tutelar os acionistas minoritários, que se encontrarão numa situação fragilizada, depois da aquisição de uma posição de domínio por outro acionista, a lei impõe àquele que adquiriu o controlo o dever de lançamento da OPA, conferindo aos primeiros a possibilidade de sair da sociedade, mediante uma contrapartida. Tal significa que, mesmo que um acionista adquira o controlo da sociedade, a lei atribui sempre um direito de saída a cada um dos acionistas minoritários, podendo estes optar, individualmente, por permanecer ou não na sociedade.

Ora, com regime da fusão, a maioria de 2/3 (e, note-se, que não unanimidade, o que significa que o controlo é legitimado apenas pela maioria, ao contrário do que sucede na OPA) tem a possibilidade de vincular os acionistas minoritários à sociedade, retirando-lhes a possibilidade de exercer este direito de saída (já que, na verdade, são poucos os casos em que o direito de exoneração é consagrado), o que nos parece ir de encontro ao princípio da igualdade de tratamento entre acionistas, a ser observado no regime da OPA.

Questionamo-nos, assim, qual será a *ratio* que justifica esta opção legislativa. Não cremos que se possa entender que a derrogação consagrada pelo legislador no art. 188.º, n.º 1, al. c) do CVM visa garantir o princípio da igualdade de tratamento entre acionistas, nem tão pouco visa proteger os acionistas minoritários.

Na verdade, o legislador parece querer favorecer a concentração empresarial resultante da operação da fusão. Contudo, não cremos que esse entendimento possa justificar a existência da derrogação em análise, porquanto não é o que resulta dos princípios e fundamentos subjacentes ao dever de lançamento da OPA. Vai, inclusivamente, contra os mesmos.

Deste modo, podemos concluir não só que os mecanismos processuais a ser observados pela fusão não acautelam tão eficazmente a posição dos acionistas minoritários quando comparados com os mecanismos garantidos pelo regime das OPA, como também a derrogação do dever de lançamento da OPA em resultado de fusão acaba por desprotegê-los ainda mais.

5. Conclusão

Após a análise, ainda que sumária, dos institutos da OPA e da fusão e, posteriormente, da derrogação do dever de lançamento da OPA em caso de fusão de sociedades, importa agora retirarmos algumas conclusões sobre a mesma.

O dever de lançamento de uma OPA surge quando alguém adquire o controlo sobre a sociedade. Assim, o detentor desse controlo (o oferente) terá o dever de lançar a OPA sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição. Ora, compreendemos assim que a aquisição de controlo é o fundamento para a constituição deste dever.

Ora, a imposição do dever de lançamento da OPA encontra, essencialmente, fundamento no princípio da igualdade de tratamento entre acionistas e, consequentemente, na necessidade de tutela dos acionistas minoritários, ideia que resulta deste logo da Diretiva das OPA.

Contudo, o legislador admite que tal dever possa ser afastado em determinadas circunstâncias, nomeadamente, no caso de fusão de sociedades. Assim, cumpridos os pressupostos do art. 189.º, n.º 1, al. c) do CVM, não se exige o dever de lançamento da OPA, desde que da deliberação da assembleia geral conste expressamente que da fusão resultará uma nova posição de domínio.

Aqui surge a questão de saber se a derrogação objeto da nossa análise tutela, efetivamente, os acionistas minoritários. Isto é, será que esta derrogação garante a manutenção dos interesses que o regime da OPA visa proteger?

É certo que não se pode dizer que a posição de controlo que resulta da fusão é imprevista ou inesperada, uma vez que a todos os intervenientes é garantido um conjunto de informações, nomeadamente sobre a relação de troca, pelo que todos saberão que desta operação podem resultar posições de domínio. Deste modo, compreende-se que, sendo as relações de poder decorrentes da fusão aceites por todos, se afaste a exigência legal do dever de lançamento da OPA.

Contudo, não se pode ignorar o facto de que nem sempre os acionistas têm os mesmos interesses e que a maioria exigida para a aprovação do projeto de fusão é de 2/3 dos votos emitidos, o que significa que o projeto da fusão pode ser aprovado, mesmo contra a vontade de alguns deles. Aliás, no limite, aqui ainda se poderá levantar a questão

de, se esta derrogação pode ser afastada por uma maioria de 2/3, por que motivo não existe somente uma norma que confira aos acionistas a possibilidade de derrogação deste dever por uma deliberação aprovada pela mesma maioria.

Àqueles que votam contra este projeto é-lhes, teoricamente, consagrado um direito de exoneração, nos termos do art. 105.º do CSC. Em primeiro lugar, concluímos que, na verdade, este artigo acaba por não conferir efetivamente um direito de saída da sociedade – ao contrário do que acontece no regime da OPA – somente regulando-o, pelo que o exercício do direito de exoneração fica, assim, dependente de disposição legal ou do contrato de sociedade. Em segundo, e na possibilidade de poderem exercer este direito, os acionistas minoritários ficam mais prejudicados com a contrapartida que lhes é oferecida em caso de exoneração no âmbito da fusão, do que se a mesma fosse apurada e calculada nos termos impostos pelo regime da OPA.

Deste modo, concluímos que, de facto, o regime da OPA protege mais eficazmente a posição dos acionistas minoritários, garantindo que o princípio da igualdade de tratamento entre acionistas não fica comprometido, quando comparado com o regime da fusão.

No entanto, concluímos também que não se pode entender que a derrogação do dever de lançamento da OPA em caso de fusão de sociedades pretenda acautelar este princípio, uma vez que, pelas razões já expostas, os acionistas minoritários acabam por ficar mais desprotegidos.

Evidentemente, terão sido outros os interesses que o legislador pretendeu garantir com a consagração desta derrogação. Porém, não cremos que esta opção legislativa possa justificar a admissibilidade desta derrogação, uma vez que não encontra fundamento nos princípios subjacentes ao dever de lançamento da OPA.

6. Bibliografia

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, 2021, *Curso de Direito Comercial, Das Sociedades*, Vol. II, 7.^a Edição, Almedina, Coimbra.

ALBUQUERQUE, José Miguel Roda de, 2012, “Direito de exoneração dos sócios nas sociedades por quotas e nas sociedades anónimas” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano IV, n.º 1, Almedina, Coimbra, pp. 147-177.

ALMEIDA, António Pereira de, 2011, *Sociedades Comerciais*, 6.^a Edição, Coimbra Editora, Coimbra.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de, 2000, “O Código dos Valores Mobiliários e o Sistema Jurídico” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, pp. 20-47, in <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07CarlosFerreiraAlmeida.pdf> (26.08.2023).

ALMEIDA, Carlos Ferreira de, 2015, “O Dever de OPA no Quadro das Transmissões Intra-grupo” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 52, pp. 9-39 in <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Cadernos%20MVM%2052.pdf> (26.08.2023).

ANDRADE, Inês di Giovine Fernandes Freire de, 2018, *A Derrogação da Obrigação de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição em caso de Fusão – O caso NOS*, Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa.

ANTUNES, José Engrácia, 2010, “A igualdade de tratamento dos acionistas na OPA” in *Direito das Sociedades em Revista*, Pedro Pais de Vasconcelos, J. Coutinho de Abreu, R. Pinto Duarte (coord.), Ano 2, Vol. 3, Almedina, Coimbra, pp. 87-111.

ANTUNES, José Engrácia, 2011, “Controlo da Concentração de Empresas e Grupos de Sociedades” in *Revista de Concorrência e Regulação*, João Espírito Santo Noronha e Luís Silva Morais (coord.), Vol. 2, n.º 6, Almedina, Coimbra, pp. 61-86.

CÂMARA, Paulo, 1998, “Deveres de informação e formação de preços no direito dos valores mobiliários” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2, pp. 79 -93, in

<https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Cadernos%20MVM-2.pdf> (21.08.2023).

CÂMARA, Paulo, 2000, “O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, pp. 196-269, <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07PauloCamara.pdf> (21.08.2023).

CÂMARA, Paulo, 2018, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª Edição, Almedina, Coimbra.

CASTRO, Carlos Osório de, 2000, “A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, pp. 163-193, in <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07CarlosOCastro.pdf> (21.08.2023).

CASTRO, Carlos Osório de, 2000, “O Dever de OPA no Quadro das Transmissões Intra-grupo” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 52, pp. 09-39, in <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Cadernos%20MVM%2052.pdf> (21.08.2023).

CMVM, 2006, *Parecer genérico sobre os deveres de comportamento na pendência de Oferta Pública de Aquisição (OPA)*, in [https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Pareceres/Pages/Parecer-Gen%C3%A9rico-da-CMVM-sobre-os-Deveres-de-Comportamento-na-Pend%C3%Aancia-de-Oferta-P%C3%BAblica-de-Aquisi%C3%A7%C3%A3o-\(OPA\).aspx](https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Pareceres/Pages/Parecer-Gen%C3%A9rico-da-CMVM-sobre-os-Deveres-de-Comportamento-na-Pend%C3%Aancia-de-Oferta-P%C3%BAblica-de-Aquisi%C3%A7%C3%A3o-(OPA).aspx) (26.08.2023).

CMVM, 2006, *Relatório Final da Consulta Pública n.º 11/2005 sobre Anteprojecto de Diploma de Transposição da Directiva das OPA*, in <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/2d9c184049c14765b3b28d9aef343e65FBStatementDirectivaOPAS.pdf> (26.08.2023).

CMVM, 2023, *Regulamento da CMVM n.º 1/2023, Deveres de informação dos emitentes e regime aplicável às ofertas públicas de aquisição* in

https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/reg_1_2023.aspx (20.08.2023)

Comissão Europeia, 2013, Relatório sobre a aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição, de 25 de março de 2013, in https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-7-2013-0089_PT.html (27.08.2023).

COUTO, Ana Sá, 2006, “Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 25, pp. 70-78, in <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/f2ebc703633e430a8745f3cecd35576cDossier4.pdf> (21.08.2023).

CARRIGY, Celina e DIAS, Cristina Sofia, 2006, “A Directiva da Transparência” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 25, pp. 79-93, in <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/48eb0e62f50647daab846f20e3ea58c3Dossier5.pdf> (21.08.2023).

CORDEIRO, António Menezes, 2011, “OPAs Obrigatórias: Pressupostos e Consequências da sua Não-realização”, in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano III, n.º 4, Almedina, Coimbra, pp. 927-984;

CORDEIRO, António Menezes (coord.), 2012, *Código das Sociedades Comerciais*, Anotado, 2.ª Edição, Almedina, Coimbra.

CUNHA, Paulo Olavo, 2006, *Direito das Sociedades Comerciais*, 2.ª Edição, Almedina, Coimbra.

DUARTE, Rui Pinto, 2018, “Evolução do Direito Comercial Português” in *Direito das Sociedades em Revista*, Pedro Pais de Vasconcelos, J. Coutinho de Abreu, R. Pinto Duarte (coord.), Ano 10, Vol. 19, Almedina, Coimbra, pp. 27-50.

FERREIRA, Bruno, 2014, “Influência dominante, articulação accionsita e designação de administradores” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano IV, n.º 2, Almedina, Coimbra, pp. 327-340.

FERREIRA, Bruno, 2008, “Os deveres de Cuidado dos Administradores e Gerentes”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 31, pp. 8-49, in

<https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/CadernosMVM31Final2.pdf> (22.08.2023).

FERREIRA, Juliano, 2011, “Exceções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição” in *Direito das Sociedades em Revista*, Pedro Pais de Vasconcelos, J. Coutinho de Abreu, R. Pinto Duarte (coord.), Ano 3, Vol. 6, Almedina, Coimbra, pp. 189-224.

FERREIRA, Manuel Requicha, 2008, “OPA Concorrente” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 30, pp. 19-78, in <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C30Artigo2.pdf> (21.08.2023).

FIGUEIREDO, André, 2006, «A Informação Difundida no Mercado de Valores Mobiliários e os Poderes da CMVM: Uma “Nova Dimensão do Direito Administrativo”?» in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 24, pp. 64-98, in <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/1c0b6cc6912f42b9923bf34f611c4c1cArtigo91.pdf> (21.08.2023).

GASPAR, Guilherme Garrido, 2012, “A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano IV, n.º 2, Almedina, Coimbra, pp. 381-438.

GOMES, Maria Inês Teixeira, 2016, *O direito de exoneração dos sócios em casos de fusão, cisão e transformação à luz do Código das Sociedades Comerciais*, Dissertação de Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa.

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

GONÇALVES, Diogo Costa, 2009, “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*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano I, n.º 3, Almedina, Coimbra, pp. 553-581.

MAÇÃS, Vera Cristina Antunes Costa da Silva, 2010, “Fusão e cisão de sociedades”, in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano II, n.º 1/2, Almedina, Coimbra, pp. 405-422.

MOTA, Rita Isabel das Neves, 2018, *Direito de Exoneração vs Alienação Potestativa (No CSC e no CVM) vs OPA obrigatória, Diferentes regimes para o mesmo direito de saída?*, Dissertação de Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, 2012, “OPA Obrigatória e Controlo Indirecto” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano IV, n.º 3, Almedina, Coimbra, pp. 593-661.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, 2017, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra.

OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, 2016, “Transparência no mercado de capitais: *information overload*, eficiência ou tutela dos investidores?” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano VIII, n.º 4, Almedina, Coimbra, pp. 787-809.

Parlamento Europeu, 2013, *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*, in https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-7-2013-0089_PT.pdf?redirect (27.08.2023).

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

PEREIRA, Jorge Brito, 2020, “Ofertas Públicas de Aquisição concorrentes” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano XII, n.º 1-4, Almedina, Coimbra, pp. 9-44.

PEREIRA, Jorge Brito, 2022, “An Ocean Apart: The Mandatory Takeover Rule in Brazil and in Europe”, *10 Emory Corp. Governance & Accountability Rev.* 67, in <https://scholarlycommons.law.emory.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1103&context=ecgar> (27.08.2023).

Jorge Brito Pereira, 2023, “The Dark Triad: Private Benefits of Control, Voting Caps and the Mandatory Takeover Rule”, *20 DePaul Bus. & Com. L.J.*, in <https://via.library.depaul.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1404&context=bclj> (27.08.2023).

RODRIGUES, André Mondaine, 2012, “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*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano IV, n.º 2, Almedina, Coimbra, pp. 331-380.

ROLO, António Garcia, 2017, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano IX, n.º 3, Almedina, Coimbra, pp. 557-585.

SALGADO, Domingos Homem de Sousa e Holstein, 2015, *Admissibilidade da Fusão como alternativa à OPA em curso*, Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa.

SALGADO, Domingos Homem de Sousa e Holstein, 2015, *OPA e Fusão - Dever de lançamento de OPA e a derrogação por controlo adquirido em resultado de fusão*, Relatório de Estágio elaborado no âmbito do Mestrado em Direito, área de Ciências Jurídicas Empresarias, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa.

SALGADO, Domingos e FERREIRA, Juliano, 2015, “OPA Derrogatória”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 52, pp. 40-59, in <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Cadernos%20MVM%2052.pdf> (26.08.2023).

SANTOS, Filipa Ferro dos, 2018, “Importância da informação no mercado de capitais” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano X, n.º 2, Almedina, Coimbra, pp. 363-393.

SEQUEIRA, Manuel José Resende Cardoso, 2014, “OPA obrigatória – Impacto nas relações de domínio e de grupo” in *Revista de Direito das Sociedades*, António Menezes Cordeiro (coord.), Ano VI, n.º 1, Almedina, Coimbra, pp. 61-150.

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

SILVA, Paula Costa e, 2022, “A constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição no Direito português: a inequívoca opção por um novo paradigma”, *Revista do Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, Volume 4, n.º 13, pp. 51-87, in <https://rdfmc.com/wp-content/uploads/2022/05/2-Paula-Costa-e-Silva.pdf> (20.08.2023).

TAVARES, Diogo, 2015, “Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA”, *Direito das Sociedades em Revista*, Pedro Pais de Vasconcelos, J. Coutinho de Abreu, R. Pinto Duarte (coord.), Ano 7, Vol. 13, Almedina, Coimbra, pp. 247-288.

VASCONCELOS, Pedro Pais de, 2010, “Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Pedro Pais de Vasconcelos, J. Coutinho de Abreu, R. Pinto Duarte (coord.), Ano 2, Vol. 3, Almedina, Coimbra, pp. 11-48;

VENTURA, Raúl, 1990, *Fusão, Cisão, Transformação de sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra.