

Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa e
Católica Lisbon School of Business & Economics



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

Admissibilidade da Fusão como alternativa à OPA em curso

Domingos Homem de Sousa e Holstein Salgado

Dissertação elaborada no âmbito
do Mestrado em Direito e Gestão

Orientador:

Professor Jorge Brito Pereira

Abril 2015

Agradecimentos

A apresentação desta dissertação é o culminar do Mestrado em Direito e Gestão que frequentei no ano letivo 2013/2014.

Durante o Mestrado tive o privilégio de aprender com ilustres Professores que contribuíram para que este Mestrado se tornasse numa experiência muito enriquecedora, quer ao nível pessoal quer profissionalmente.

Ao nível pessoal, agradeço em especial, ao meu orientador, Professor Jorge Brito Pereira, pela sua disponibilidade e contributos.

O meu muito obrigado a todos os meus amigos que sempre me apoiaram e ajudaram, em especial, ao Juliano Ferreira, pela constante disponibilidade e preciosas contribuições na realização desta dissertação.

Last but not least, à minha família por tudo o que fizeram por mim, em especial, aos meus pais, ao meu irmão, à minha tia Mana e à Madalena.

Modo de Citar e outras Convenções

A primeira vez que é feita a citação de uma obra apresentamos a citação completa: o nome do autor, título da obra, edição (sempre que a obra original a refira), editora, local de edição (sempre que conhecido), ano, seguindo-se o número da(s) página(s) para que se remete.

Quando o nome do autor é apresentado no corpo do texto, dispensa-se a referência ao mesmo na citação completa apresentada em nota de rodapé.

Quando uma obra é citada pela segunda vez, indicamos o nome do autor, a(s) primeira(s) palavra do título da obra, seguindo-se o número da(s) página(s) para que se remete.

Na bibliografia final, encontram-se as obras e os documentos citados no texto indicados pelo nome do(s) autor(es), pelo título completo, pela edição (sempre que a obra original a refira), pelo local de edição, pela editora e pelo ano de publicação. No caso de artigos ou textos inseridos em obras coletivas ou revistas, indicam-se os mesmos, seguidos da indicação das páginas em que se encontram. Quando se trata de textos consultados na internet indica-se a data em que foram consultados pela última vez e o *link* através do qual se consultou.

As obras e documentos encontram-se referidos por ordem alfabética do último apelido do autor, com exceção dos documentos emitidos sem autor, que se encontram referidos pelo nome da instituição que os emite.

Na secção “*Documentos das operações referidas no texto*”, encontram-se os *links* para os documentos das operações referidas no trabalho.

Todas as abreviaturas utilizadas no texto encontram-se devidamente identificadas na lista de abreviaturas.

As alterações aos excertos citados, necessárias por razões de contexto ou de sintaxe, são introduzidas entre parênteses retos.

O autor escreve segundo o Acordo Ortográfico em vigor em Portugal, à data.

Lista de Abreviaturas

AdC	Autoridade da Concorrência
Art.	Artigo
Arts.	Artigos
CdMVM	Código do Mercado de Valores Mobiliários
Cfr.	Conferir
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
Coord.	Coordenado por
CRC	Código do Registo Comercial
CVM	Código dos Valores Mobiliários
BdP	Banco de Portugal
LC	Lei da Concorrência
ob. cit.	Obra citada
OPA	Oferta Pública de Aquisição
OROC	Ordem dos Revisores Oficiais de Contas
p.	Página
pp.	Páginas
ROC	Revisor Oficial de Contas
SDI	Sistema de Difusão de Informação da CMVM
SROC	Sociedade de Revisores Oficiais de Contas
ss.	Seguintes

Resumo: A OPA e a fusão são duas das operações de concentração económica utilizadas com maior frequência. Se a adoção por uma ou outra, tendencialmente, depende da vontade do interessado, existem algumas dúvidas sobre se será legalmente admissível a apresentação de uma fusão como alternativa a uma oferta pública de aquisição anteriormente anunciada e ainda em curso. O que nos propomos analisar é a admissibilidade genérica da apresentação de um projeto de fusão aos acionistas de uma sociedade à data visada por uma OPA.

Abstract: The tender offer and merger procedures are two of the most used operations for economic concentration of corporate entities. Although the usage of one or another are usually connected to the interested party's intention, doubts remain about whether it is admissible the submission of a merger project while a tender offer is still in course. We intend to analyze the legal admissibility of the concurrence between a takeover and a merger.

Índice

1. Introdução	7
2. A OPA e a Fusão	9
2.1 A noção de OPA	9
2.2 A noção de fusão	11
2.3 Contraposição entre as duas figuras	15
3. A problemática da apresentação de um projeto de fusão na pendência de OPA.....	19
3.1 A limitação dos poderes dos administradores da sociedade visada.....	19
3.1.1 Os deveres impostos aos membros do órgão de administração	21
3.1.2 Pressupostos de que depende a regra da não frustração	23
3.1.3 A inexistência de uma limitação para negociar os termos da fusão	29
3.2 A Assembleia Geral defensiva	34
3.2.1 Documentos preparatórios da Assembleia Geral	35
3.2.3 Modo de convocação	37
3.2.4 Prazo de convocação	38
3.2.5 Deliberação por maioria qualificada.....	42
3.3 A fusão como medida defensiva.....	43
3.3.1 Extinção da sociedade visada	45
3.3.2 Dificuldades acrescidas para o oferente em resultado do aumento da base acionista e patrimonial da empresa.....	46
3.3.3 Criação de obstáculos jusconcorrenciais	47
3.4 Síntese conclusiva	48
4. Breve análise às características do projeto de fusão apresentado pela Camargo Corrêa à CIMPOR	51
5. Conclusões.....	55
Bibliografia.....	57
Documentos das operações referidas no texto.....	63

1. Introdução

A OPA e a fusão constituem duas das principais formas de concentração económica, podendo, tendencialmente, o interessado escolher qual servirá melhor os seus propósitos. Contudo, existem algumas dúvidas quanto à admissibilidade legal de ser apresentada uma proposta de fusão aos acionistas de uma sociedade sobre a qual foi preliminarmente anunciada uma OPA, que tenha por objeto a aquisição de mais de um terço das ações representativas do seu capital social. A questão que vamos tratar é, precisamente, a de saber se será admissível a apresentação de uma fusão em momento temporalmente coincidente com uma oferta pública de aquisição em curso.

O interesse do tema ultrapassa a pura dogmática jurídica, encontrando hoje uma relevante aplicação prática. A recente demonstração de interesse na negociação de uma operação de fusão por parte de um acionista de referência do BPI, sociedade visada por uma OPA, é disso ilustrativa.

Antes de entrar no tema central do nosso trabalho, apresentamos as noções de OPA e de fusão, dando especial ênfase aos aspetos relevantes para o tema que nos propomos tratar. De forma a esclarecer as diferenças existentes entre as duas operações, faremos uma, ainda que breve, contraposição.

Quando uma OPA tenha como finalidade a obtenção do controlo, a administração da sociedade visada poderá ter especial interesse em criar barreiras ao sucesso da mesma. Uma alteração de controlo poderá refletir-se, desde logo, ao nível da gestão, em virtude da real possibilidade de os membros do órgão de administração virem a ser substituídos. Assim, o legislador optou por prever deveres especiais, de acordo com os quais a Administração da sociedade visada deve pautar a sua conduta, nomeadamente, o de não praticar atos suscetíveis de frustrar a oferta, art. 182.º CVM.

Apresentados, sucintamente, os deveres a que está adstrita a Administração e os pressupostos de que depende a inibição dos poderes da sociedade visada, iremos analisar concretamente se os atos integrados no âmbito de competências e atribuições

do órgão de administração da sociedade, especificamente relacionados com o processo de fusão, estão ou não abrangidos pela inibição que sobre este impende.

Depois de resolvida esta questão, tentaremos perceber quais os impactos da existência de uma OPA sobre a sociedade visada no funcionamento da Assembleia Geral convocada para aprovação da fusão, art. 103.º CSC. Neste âmbito, analisaremos a informação que deverá ser prestada aos acionistas antes da Assembleia Geral, o seu modo de convocação e o momento em que a mesma deverá ocorrer.

A aprovação da operação de fusão e o seu posterior registo terão um impacto significativo na probabilidade de o oferente ver a sua oferta ser bem sucedida. É então importante enquadrar a fusão como medida defensiva anti-OPA, apresentando alguns dos efeitos que, potencialmente, terá na oferta, no limite, tornando-a impossível em decorrência da extinção do seu objeto (as participações da sociedade visada), aumentando os custos inerentes à oferta ou criando através dela obstáculos jusconcorrenciais inultrapassáveis pelo oferente.

Por último, iremos analisar as particularidades do caso em que a Camargo Corrêa apresentou publicamente uma proposta de fusão à Cimpor, durante a pendência de uma OPA, anunciada pela Companhia Siderúrgica Nacional sobre a mesma sociedade, com o propósito de identificar os motivos que podem ter estado na origem da decisão da CMVM em ordenar a retirada daquela proposta, assim procurando determinar se da mesma resulta uma genérica interpretação do supervisor quanto à inadmissibilidade da apresentação de propostas de fusão na pendência de OPA, ou se foram antes as circunstâncias do caso concreto que ditaram a sua qualificação como incompatível com o processo de OPA à data em curso.

2. A OPA e a Fusão

2.1 A noção de OPA

A OPA consubstancia-se numa proposta contratual dirigida ao público, emitida no âmbito de um processo legalmente previsto, tendo como finalidade a aquisição de valores mobiliários. Na maioria dos casos é utilizada para a compra de ações em número suficiente que permitam ao oferente obter o domínio da sociedade visada¹.

O oferente deve publicar o anúncio preliminar de lançamento de OPA logo que tome a decisão de proceder ao lançamento da oferta ou no caso de a OPA ser obrigatória, imediatamente após a verificação do facto constitutivo do dever de lançamento de OPA, sob pena de incorrer em contraordenação muito grave respetivamente, arts. 175.º/1, 191.º e 393.º/2, f) CVM².

Publicado o anúncio preliminar, o oferente fica obrigado a seguir o processo legalmente previsto, desde logo, a lançar a oferta³ em termos não menos favoráveis para os destinatários do que os preliminarmente anunciados e a requerer o registo da mesma junto da CMVM, art. 175.º/2, a) e b)⁴. O ato administrativo da concessão do registo é praticado pela CMVM depois de concluir pela legalidade da oferta, devendo então o oferente publicar o prospeto e o anúncio do lançamento, constando destes documentos o respetivo prazo de aceitação, findo o qual se chegará à fase conclusiva,

¹ Para outras definições de OPA, ver art. 2.º/1, a) da Diretiva das OPAs e na doutrina, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, p. 571 e JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, Almedina, Coimbra, 1998, pp. 19 a 33. No nosso ordenamento jurídico vigora um princípio de liberdade do objeto da OPA, podendo esta ser lançada sobre outros valores mobiliários que não ações e ter objetivos diversos da obtenção de controlo, por exemplo, o reforço do domínio na sociedade de forma a requerer a perda da qualidade de sociedade aberta.

² No âmbito deste subcapítulo quando não exista referência diversa as normas apresentadas dizem respeito ao CVM.

³ É apenas no momento do lançamento da oferta, com a divulgação do anúncio de lançamento, que são conhecidos os termos definitivos da declaração contratual do oferente. A eficácia da oferta está porém sujeita à verificação do prazo da oferta e ainda se tal for o caso, à verificação de condições de eficácia impostas pelo oferente, nos termos dos arts. 124.º e 176.º/2. Sobre as condições da oferta, ver PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, pp. 609 e 610.

⁴ Outro dos efeitos da publicação do anúncio preliminar, caso tal ainda não tenha ocorrido, e que será especialmente relevante neste trabalho, é o de dar início a limitação dos poderes da sociedade visada, desde que a oferta incida sobre mais de um terço dos valores mobiliários, art. 182.º/2, a).

com o apuramento e publicação do resultado da oferta, respetivamente, arts. 118.º, 140.º, 183.º-A, 125.º, 183.º/1 e 127.º.

Nas OPAs, o oferente dirige-se diretamente aos destinatários da oferta, os detentores dos valores mobiliários objeto da oferta, apresentando-lhes uma proposta contratual, ou seja uma declaração completa e precisa, firme e formalmente adequada⁵, sendo da decisão individual de cada um destes, em permanecer, ou não, na sociedade, que depende o sucesso da oferta⁶. Os administradores da sociedade visada assumem nesta operação um papel secundário, essencialmente o de se pronunciarem quanto aos termos e às condições da oferta, art. 181.^{o7}.

Para além do relatório do conselho de administração, e com vista a uma tomada de decisão livre e esclarecida dos acionistas, é obrigatória a existência de mais três documentos informativos: o anúncio preliminar, art. 176.º, o anúncio de lançamento, art. 183.º - A, e o prospeto, art. 135.º, art. 136.º e 138.º.

As OPAs podem ser alvo de várias qualificações dependendo do parâmetro comparativo em questão⁸. No âmbito deste trabalho apenas trataremos a OPA que tem como objetivo a obtenção do domínio da sociedade⁹ e que, em virtude de não contar com o apoio da Administração da sociedade visada, se qualifica, no âmbito

⁵ Ver CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos I*, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2013, p. 101.

⁶ O facto de a oferta se dirigir diretamente aos acionista faz com que alguns autores, apontem a OPA como um mecanismo preventivo de atuação abusiva dos membros do órgão de administração. Neste sentido, ver EDDY WYMEERSCH, *A New Look at the Debate About the Takeover Directive*, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-05, Ghent University, 2012, pp. 12 a 15 e LUCA ENRIQUES, *European Takeover Law: The case for a Neutral Approach*, Criminology & Socio-Legal Studies Reserch Paper n.º 24/ 2010, 2010, pp. 4 a 8.

⁷ Ver o Parecer Genérico da CMVM sobre os deveres de comportamento na pendência de oferta pública de aquisição (OPA), (“ Parecer Genérico”), em especial o ponto II. 4. Sobre a natureza jurídica do parecer genérico, ver FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO / ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Natureza, limites e efeitos das recomendações e pareceres genéricos da CMVM in Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 12, dezembro, 2001, pp. 273 a 285.

⁸ Quanto às várias qualificações possíveis, ver AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *Da Oferta Pública de Aquisição e o seu Regime Jurídico*, Stvdia Ivridica, n.º 11, Coimbra Editora, Coimbra, 1995, pp. 63 a 86.

⁹ Ver AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, ob. cit., pp. 74 a 77. Na prática, neste tipo de OPAs, o oferente sujeita a oferta à verificação de uma condição de eficácia: a obtenção de mais de 50% dos direitos de voto da sociedade. Contudo, poderá não ser necessário deter mais de metade dos direitos de voto para obter o domínio de facto da sociedade, sendo esta a *ratio* da previsão no art. 187.º/1 do patamar de um terço dos direitos de voto.

doutrinário, como OPA hostil¹⁰. É importante esclarecer, desde já, que esta tomada de posição é, por natureza, do órgão de administração e não dos destinatários da oferta¹¹, uma vez que é sobre aquele que impendem deveres fiduciários, inclusive de aconselhamento e, em geral, de prossecução dos melhores interesses dos acionistas.

O domínio de uma sociedade tem como consequência a “*instrumentalização da formação da vontade colectiva*”¹² aos interesses do controlador. Assim, caso a OPA se destine e alcance a obtenção do controlo, o novo controlador poderá alterar a gestão da sociedade, com reflexos na composição dos órgãos responsáveis pela mesma, o que poderá originar nos membros do órgão de administração um especial interesse em que a oferta não seja bem sucedida, tema que retomaremos adiante¹³.

Os deveres fiduciários a que estão sujeitos os membros do órgão de administração da sociedade visada impõem, em nosso entender, a necessidade de considerar todas as alternativas apresentadas, independentemente de estes aconselharem ou não a venda na OPA. Não será assim apenas pela apresentação de uma alternativa à OPA inicialmente lançada que esta será qualificada como hostil, tudo dependendo da informação prestada pelo órgão de administração aos acionistas, baseada no juízo que realiza sobre a oportunidade e as condições das alternativas existentes.

2.2 A noção de fusão

A fusão¹⁴ é, também, uma técnica de concentração empresarial que consiste na junção dos “*elementos pessoais e patrimoniais de duas ou mais sociedades preexistentes, de tal modo que passe a existir uma só sociedade*”¹⁵.

¹⁰ Ver AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, ob. cit., pp. 83 a 85. Um caso paradigmático da oposição da Administração, foi o da OPA anunciada pela Sonae, SGPS, S.A. e pela Sonaecom, SGPS, S.A., sobre a PT Telecom – SGPS, S.A. e sobre a PT – Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A.. Ver relatórios do conselho de administração das sociedades visadas, divulgados a 6 de março de 2006 e a 12 de janeiro de 2007.

¹¹ Ver ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de defesa*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, n.º 54, 1994, p. 767.

¹² PAULA COSTA E SILVA, *Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos* in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 340.

¹³ As intenções do controlador quanto à gestão atual da sociedade visada poderão ser clarificadas na informação constante no prospecto, nomeadamente, quando apresenta os objetivos da oferta, em cumprimento do disposto no art. 136.º, b).

¹⁴ Sobre a fusão ver, RAÚL VENTURA, *Fusão Cisão e Transformação de Sociedades: Comentário ao*

Desta definição é possível retirar, em primeiro lugar, que a junção do substrato pessoal das duas sociedades é essencial a esta operação. Seja na sua modalidade de fusão por incorporação, seja na fusão por constituição de uma nova sociedade, com o registo da fusão os acionistas das sociedades extintas tornam-se sócios, respetivamente, da sociedade incorporante ou da nova sociedade, art. 112.º, b) CSC¹⁶.

A fusão acarreta assim, uma alteração da estrutura acionista das sociedades envolvidas no processo de fusão, em resultado da junção do substrato pessoal das sociedades. É importante ter presente que a estrutura de poder relativo deve manter-se inalterada. Esta imposição é garantida através da definição da relação de troca, sendo que tal apenas poderá não se verificar caso se fique a dever à contrapartida ter sido paga em dinheiro, nos termos em que a lei o permite, ou quando o sócio prejudicado tenha prestado o seu consentimento, respetivamente, arts. 97.º/5¹⁷ e 103.º/2, c).

Em segundo lugar, na fusão dá-se a junção do substrato patrimonial das sociedades envolvidas nessa operação, resultando da fusão, tendencialmente, sociedades *maiores* e mais competitivas, podendo resultar ganhos não só para os acionistas, como, também, para a economia em geral. Estes ganhos têm origem, essencialmente, nas potenciais sinergias¹⁸ que decorrem da junção desses patrimónios¹⁹.

Código das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 1990, DIOGO COSTA GONÇALVES, *Fusão Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais, A posição jurídica dos sócios e a delimitação do Statuo Viae*, Almedina Coimbra, 2008, FÁBIO CASTRO RUSSO, *Fusão e Cisão de Sociedades (Portugal)*, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (coord. FÁBIO ULHOA COELHO e MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 589 a 614 e SOFIA CARREIRO, *A fusão in Aquisição de Empresas* (coord. PAULO CÂMARA), Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 127 a 155.

¹⁵ Cfr. RAÚL VENTURA, *Fusão*, ob. cit., pp. 14 e 15, para um conceito de fusão ver também, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª ed., Almedina, 2012, p. 896.

¹⁶ Para uma ilustração gráfica das duas modalidades, ver JORGE HENRIQUE PINTO FURTADO, *Curso de Direito das Sociedades*, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2004, p. 546.

¹⁷ Sobre os termos em que é admissível o pagamento em dinheiro como contrapartida da fusão, ver ELDA MARQUES, *Art. 97.º in Código das Sociedades em Comentário* (coord. J. COUTINHO DE ABREU), vol. II, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 162 a 175.

¹⁸ A obtenção de sinergias poderá não ser a única motivação para a realização de uma fusão, ver GREGOR ANDRADE / MARK L. MITCHELL / ERIK STAFFORD, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, in *Harvard Business School, Working Paper n.º 01-070*, 2001 e RICHARD A. BREALEY / STEWART C. MYERS / ALAN J. MARCUS, *Fundamentals of Corporate Finance*, 7.ª ed., McGraw-Hill Irwin, New York, 2012, pp. 592 a 613.

¹⁹ Tendo como exemplo a fusão por incorporação da Optimus, SGPS, S.A., na Zon Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A., no projeto de fusão é previsto um valor

A fusão segue o processo legalmente previsto nos arts. 97 a 117.^{o20}, apresentando-se este como “*um sólido mecanismo de legitimação decisória entre os órgãos sociais e os sócios da sociedade*”²¹.

Tendencialmente, o processo de fusão tem início com uma negociação dos seus termos ao nível dos conselhos de administração das sociedades envolvidas nesta operação, uma vez que é este o órgão competente para a elaboração e aprovação, em primeira linha, do projeto de fusão, sendo apenas num momento posterior que se dá a apresentação da operação aos acionistas, que em última análise a vão aprovar ou rejeitar, respetivamente, arts. 98.^o/1 e 406.^o, m) e 103.^{o22}.

Porém, cumpre salientar que a iniciativa substancial de avançar para uma operação de fusão poderá não ser da Administração mas, dando como exemplos casos já ocorridos no nosso mercado, resultar de uma demonstração de interesse de um acionista²³ ou até mesmo de uma “proposta” de outra sociedade²⁴, sendo competência do órgão de administração a avaliação da admissibilidade e oportunidade do projeto que lhe é apresentado. É importante ter presente, que esta “proposta” não é uma proposta contratual no sentido técnico jurídico do termo, mas antes uma manifestação de vontade de alguém que pretende simplesmente ver iniciado o processo de negociação da fusão entre as Administrações das sociedades a fundir.

entre os 350 e os 400 milhões de euros para as sinergias que resultariam de um grupo de telecomunicações mais forte, cfr. p. 12 do projeto de fusão datado de 21 de janeiro de 2013.

²⁰ Para uma análise mais completa do processo de fusão, ver JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Fusão de sociedades, acordo de voto e obrigatoriedade de OPA*, in *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, 2001, pp. 50 a 56.

²¹ Cfr. PAULO CÂMARA, ob. cit., p. 572.

²² PAULO OLAVO CUNHA, alerta para que em rigor nada impede que sejam os acionistas a propor de forma direta à Assembleia Geral a sua aprovação. Contudo, como afirma o autor, a situação é bastante rara, ob. cit., p. 900 nota 1231.

²³ Foi o caso da fusão por incorporação da Optimus na Zon, tal como foi comunicado ao mercado no dia 14 de dezembro de 2012. Mais recentemente a acionista do BPI, Santoro Finance – Prestação de Serviços, S.A., em carta dirigida aos Presidentes da Comissão Executiva do *Caixa Bank* (à data deferente de uma OPA geral e voluntária sobre as ações do BPI), do Banco BPI e do Millennium BCP, demonstrou a sua intenção de promover esforços para que as administrações dos dois últimos analisassem uma fusão entre si, tal como comunicado ao mercado no dia 3 de março de 2015.

²⁴ Foi o caso da proposta de fusão apresentada pelo Grupo Camargo Corrêa, à Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A., tal como comunicado ao mercado no dia 13 de janeiro de 2010. Este caso será tratado no capítulo 4.

O projeto de fusão deve conter todos os elementos informativos necessários ou convenientes para o conhecimento da operação em causa pelos acionistas, tal com resulta da cláusula geral prevista no art. 98.º/1, tendo, contudo o legislador optado por consagrar na mesma norma um conjunto de exigências informativas que têm obrigatoriamente de constar do projeto.

O legislador através do Decreto-Lei n.º 53/2011, alterou a redação do art. 98.º/5, passando este a prever, nos casos em que uma fusão seja qualificada como oferta pública²⁵, a exigência de o conteúdo do projeto de fusão respeitar o previsto no Regulamento (CE) n.º 809/2004, ou conter informações consideradas pela CMVM como equivalentes às de um prospeto, art. 134.º/2, a) CVM.

Nos casos em que tal ocorra, é de salientar e de sugerir, de um ponto de vista prático, que a elaboração do projeto de fusão seja realizada em constante comunicação entre a CMVM e os responsáveis pela elaboração do mesmo²⁶. O juízo realizado pelo regulador é fundado na igualdade material, isto é, apreciando se o projeto de fusão contém o mesmo conteúdo informativo exigido às ofertas públicas de distribuição, em especial, arts. 135.º e 137.º CVM.

Tendo em consideração a importância para os acionistas e a especificidade de alguma da informação prestada, nomeadamente, da relação de troca, prevê-se como obrigatório o parecer do órgão de fiscalização interno das sociedades envolvidas na fusão em relação ao projeto de fusão, art. 99.º/1. No caso das sociedades anónimas – únicas em causa–, acresce ainda a exigência de ser requerido a um ROC ou a uma SROC, independente de todas as sociedades envolvidas no processo, que se pronuncie sobre o mesmo, devendo este fazer constar do relatório a emitir, nomeadamente, o seu

²⁵ Qualificar-se-á como oferta pública, no entender do legislador, quando por ocasião de uma fusão sejam distribuídos valores mobiliários a mais de 150 acionistas que sejam investidores não qualificados (art. 30.º CVM *a contrario*), conforme previsto no art. 134.º/2, a) CVM. A qualificação de uma fusão como oferta pública não é uma evidência, desde logo, porque nestas a decisão depende única e exclusivamente da vontade individualmente expressa de cada um dos destinatários da oferta, enquanto que na fusão a distribuição de valores mobiliários ocorre em execução de uma deliberação social. Não cabe porém no âmbito deste trabalho o desenvolvimento mais aprofundado desta problemática. Para uma análise mais completa, ver ELDA MARQUES / ORLANDO VOLGER GUINÉ, *Artigo 98 in Código*, ob. cit., pp. 188 a 192.

²⁶ Ver ELDA MARQUES / ORLANDO VOLGER GUINÉ, ob. cit., p. 192.

parecer fundamentado sobre a adequação e razoabilidade da relação de troca, art. 99.º 2 e 4²⁷.

A preocupação do legislador não se ficou pelas exigências de conteúdo informativo, exigindo ainda que entre a data de publicação do projeto de fusão²⁸ e da realização das Assembleias Gerais para aprovação do mesmo decorra no mínimo um mês, ou 15 dias, nos casos em que contenha informações consideradas pela CMVM como equivalentes a um prospeto, respetivamente, art. 100.º/2 CSC e art. 134.º/2, a) CVM. Este período temporal é importante para os acionistas, permitindo-lhes analisar a informação ao seu dispor e formar a sua vontade de forma esclarecida.

É, então, em Assembleia Geral que se dá o momento da efetiva formação da vontade da sociedade, mediante o exercício do direito de voto dos acionistas, sendo necessário para a sua aprovação a constituição de uma maioria qualificada de 2/3 dos votos presentes em Assembleia Geral, salvo previsão estatutária diversa, tal como resulta da conjugação dos arts. 103.º/1, 383.º/2 e 386.º/3.

O processo de fusão termina com o registo da mesma, que deverá ter lugar um mês a contar da data da deliberação, ou tendo havido oposição quando tenha ocorrido um dos factos previstos no art. 101.º-B, conforme o disposto no art. 111.º. É este o momento em que se dá a junção do substrato pessoal e patrimonial das sociedades envolvidas nesta operação, art. 112.º.

2.3 Contraposição entre as duas figuras

A OPA e a fusão são duas operações paradigmáticas do mercado de controlo societário, apresentadas por PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, como

²⁷ Este relatório pode ser elaborado pelo mesmo revisor independente, se todas as sociedades envolvidas assim o desejarem, sendo contudo a sua nomeação competência da OROC, art. 99/3. A participação deste poderá vir a ser dispensada em caso de deliberação unânime dos titulares de valores mobiliários que concedam direito de voto de todas as sociedades, art. 99.º/5.

²⁸ O projeto de fusão deve ser registado no registo comercial, arts. 100.º/1 CSC e 3.º/1, p) CRC, sendo a sua publicação obrigatória e promovida de forma automática e oficiosa, art. 100.º/ 5 CSC e arts. 70.º/1, a) e 71.º CRC. Em nossa opinião, nos casos em que uma das sociedades esteja sujeita à supervisão da CMVM, este documento deverá também ser divulgado através do SDI, uma vez que constituirá informação privilegiada nos termos do art. 248.º CVM.

“paradigmas distintos de técnicas aquisitivas”²⁹. São várias as diferenças entre si, cumprindo destacar as mais relevantes, em função do âmbito deste trabalho.

Em primeiro lugar, tendo como ponto de partida a estrutura das operações, é importante salientar que a OPA não reveste, ao invés da fusão, “a natureza de negócio social”³⁰. Na primeira a decisão de cada acionista é uma decisão individual, aceitando ou rejeitando a proposta dirigida pelo oferente, sendo que o único órgão societário chamado a intervir é o órgão de administração que desempenha um “papel meramente instrumental”³¹. Já na segunda existe a intervenção de vários órgãos sociais: (i) o órgão de administração negocia, elabora e aprova o projeto de fusão que será apresentado aos acionistas; (ii) o órgão de fiscalização é chamado a emitir o seu parecer; (iii) sendo em Assembleia Geral que a sociedade formará a sua vontade³².

A diferente estrutura das operações tem um impacto decisivo na base acionista que resultará das mesmas. Se a alteração da base acionista é um elemento comum às duas figuras, o resultado a que se chega é exatamente o oposto.

Na fusão existe um acréscimo do substrato pessoal na sociedade que resulta da fusão, em consequência da junção dos elementos subjetivos das sociedades numa só³³.

²⁹ Cfr. *O direito da aquisição de empresas: uma introdução* in *Aquisição*, ob. cit., p. 54.

³⁰ Cfr. JOSÉ NUNES PEREIRA, *O regime jurídico das ofertas públicas de aquisição no recente código do mercado de valores mobiliários: principais desenvolvimentos e inovações*, in *Revista da Banca*, n.º 18, abril/junho de 1991, p. 79.

³¹ Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, p. 178.

³² Ver JOSÉ NUNES PEREIRA, ob. cit., p. 79. Este autor acaba por apresentar duas vantagens da OPA em relação à fusão: considerando que esta dá a oportunidade ao acionista de participar no *mercado das posições de domínio*, podendo alienar individualmente a sua posição e dá liberdade ao acionista para fazer uma apreciação crítica da administração, fora da Assembleia Geral, onde, caso exista, o controlador terá uma influência significativa.

³³ Os acionistas apenas têm direito de exoneração se tal for previsto estatutariamente ou no caso da fusão por incorporação de sociedade detida a mais de 90%, respetivamente arts. 105 e 116.º/ 4 e 5 CSC. Neste sentido, ver DIOGO COSTA GONÇALVES, *Direitos Especiais e o Direito de Exoneração em Sede de Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais*, in *O Direito*, ano 138, II, 2006, pp. 313 a 362 e CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, in *Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários*, 2013. Em sentido contrário, defendendo que o art. 105.º constitui *per si* um direito de exoneração, ver DANIELA FARTO BATISTA, *O direito de Exoneração dos acionistas: das suas causas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2005, pp. 227 a 230. No mesmo sentido defendendo um direito de exoneração escreve PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, que nos casos de fusão “dá-se uma modificação radical no estatuto da sociedade que justifica que ao sócio descontente seja facultada a possibilidade de se apartar”, cfr. *Concertação de acionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*, in *Direito das Sociedades em Revista – Ano 2* (março de 2010), vol. 3, Almedina, Coimbra, cfr. p. 16

Na OPA o oferente concede aos destinatários da oferta uma oportunidade de saída decidindo estes, individualmente, se permanecem, ou não, na sociedade. Nos casos em que os acionistas aceitam a oferta dá-se uma transferência de riqueza entre o novo controlador e estes, resultando em contrapartida uma concentração de direitos de voto na esfera jurídica do oferente³⁴.

Esta diferença acaba por se refletir na liquidez dos títulos das sociedades. Enquanto na fusão, tendencialmente, existe um aumento da liquidez das ações correspondentes à junção do património das duas sociedades, na OPA e em resultado da concentração, acaba por existir um decréscimo de liquidez³⁵.

Aqui chegados é fundamental deixar claro que embora o legislador considere que a fusão poderá, em certos casos, ser qualificada como oferta pública, esta não será qualificada como oferta pública de aquisição, mas sim de distribuição³⁶. Como forma de executar a operação de fusão, vão ser distribuídos valores mobiliários aos acionistas, estando em causa uma oferta pública de subscrição caso se tratem de ações emitidas pela sociedade em execução da deliberação em que foi aprovada a fusão, ou de uma oferta pública de distribuição, propriamente dita, quando se trate da atribuição de ações próprias da sociedade, ou seja valores mobiliários já existentes³⁷. Numa OPA visa-se sempre a aquisição de valores mobiliários em mercado secundário, ou seja, já existentes à data da oferta e as decisões são individuais, decidindo cada acionista se pretende ou não vender as suas participações.

Por último, fundamental no âmbito do presente trabalho, é necessário esclarecer que uma fusão será sempre amigável, pois os seus termos são negociados pelas Administrações das sociedades envolvidas na operação e só num segundo momento são apresentados aos acionistas. Na OPA, o oferente dirige-se diretamente aos acionistas e sendo sua intenção na maior parte dos casos a obtenção do controlo –

³⁴ Ver PAULO CÂMARA / MIGUEL BRITO BASTOS, ob. cit., pp. 54 e 55.

³⁵ Ver PAULO CÂMARA / MIGUEL BRITO BASTOS, ob. cit., p. 57.

³⁶ Note-se que o legislador nos arts. 134.º/2, a) CVM e 98.º/5 CSC utiliza a expressão “*a atribuir*”, o que indica exatamente que se trata de uma distribuição de valores mobiliários. Neste sentido, ver PAULO CÂMARA / MIGUEL BRITO BASTOS, ob. cit., p. 55.

³⁷ Para uma distinção entre mercado primário e mercado secundário, ver AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, Associação Académica da Faculdade Direito de Lisboa, Lisboa, 1997, pp. 265 e 266.

e tendo presente as consequências que tal poderá ter na composição do órgão de administração da sociedade -, coloca a administração da sociedade visada numa situação em que terá especial interesse na não concretização da operação, uma vez que *“é a própria continuidade de funções dos titulares dos órgãos sociais e, em especial, dos titulares dos órgãos de administração, que é posta em causa pelo processo de OPA”*³⁸.

³⁸ Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação*, ob. cit., p. 179.

3. A problemática da apresentação de um projeto de fusão na pendência de OPA

3.1 A limitação dos poderes dos administradores da sociedade visada

O conflito de interesses em que, potencialmente, se encontram os membros do órgão de administração da sociedade visada, intensificado quando a OPA é hostil, justifica no entender do legislador europeu e português a necessidade de este órgão ver os seus poderes limitados na pendência de uma OPA ³⁹.

A regra da não frustração⁴⁰ foi a melhor forma de considerar os vários interesses em causa mediante o lançamento de uma OPA, desde logo: os interesses dos acionistas da sociedade visada, que terão interesse em conhecer os termos da proposta e caso sejam do seu agrado a terem a possibilidade de vender a sua participação; do oferente, uma vez que este pretende que a sua proposta seja decidida pelos destinatários da oferta, não convindo assim a criação de barreiras ao sucesso da oferta por parte do órgão de administração e que o património da sociedade não sofra alterações face à situação em que se encontrava quando formou a sua vontade; da própria sociedade visada, que poderia ser excessivamente prejudicada por um período de inibição demasiado prolongado; e ainda do mercado em geral⁴¹.

A regra da não frustração não foi de imposição pacífica na ordem jurídica europeia⁴², apenas tendo sido possível chegar a uma versão final da diretiva depois de ter sido proposta a cláusula de reciprocidade entre as sociedades e os Estados

³⁹ Ver PAULO CÂMARA, ob. cit., p. 589.

⁴⁰ Optámos pela utilização desta expressão, por não se verificar uma inibição absoluta dos poderes do órgão de administração, devendo mesmo este órgão praticar determinados atos, como se demonstrar de seguida. Neste sentido e embora a propósito da expressão “*neutrality*”, ver CARSTEN GERNER-BEURLE, DAVID KERSHAW / MATTEO SOLINAS, “*Is the Board Neutrality Trivial? Amnesia About Corporate Law in European Takeover Regulation*”, LSE Legal Studies Working Paper n.º 3/2011, p. 2.

⁴¹ Ver JORGE BRITO PEREIRA, A limitação, ob. cit., p. 180 e ANTÓNIO SOARES / RITA OLIVEIRA PINTO, *Os deveres do órgão de administração da sociedade visada na pendência de uma Oferta Pública de Aquisição*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. I, Almedina, 2011, pp. 868 e 869.

⁴² Para uma descrição da evolução dos trabalhos da Diretiva das OPAs, ver JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia face ao Novo Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2000, pp. 37 a 100 e KLAUS J. HOPT, *A harmonização do regime das ofertas públicas de aquisição (OPAs) na Europa*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 215 a 239.

Membros⁴³, art.12.º da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril, (“Diretiva das OPAs”) e art. 182.º/6 do CVM⁴⁴.

Ao nível da Diretiva das OPAs é especialmente relevante, neste âmbito, salientar dois dos princípios gerais: (i) o princípio da isenção do órgão de administração, nos termos do qual se exige uma atuação tendo em conta os interesses da sociedade e que não sejam praticados atos que impeçam os destinatários da oferta de decidirem sobre o mérito da mesma, art. 3.º/1, c); (ii) o princípio da continuidade da sociedade visada, segundo o qual a sociedade visada não deverá ver o exercício normal da sua atividade perturbado para além de um período razoável, art. 3.º/1, f). Estes princípios constituem um mínimo imposto pelo legislador europeu, a que os Estados Membros estão vinculados, art. 3.º/2⁴⁵. A diretiva estabelece ainda alguns dos deveres a que o órgão de administração da sociedade fica adstrito, art. 9º⁴⁶.

É importante deixar desde já a nota de que esta limitação dos poderes do órgão de administração “*obviamente limita poderes que a Administração normalmente (fora*

⁴³ O contributo da representação portuguesa revelou-se crucial para a aprovação Diretiva das OPAs, v. PAULO CÂMARA, *Manual*, ob. cit., p. 594.

⁴⁴ Devido às limitações de dimensão deste trabalho apenas teremos em consideração as situações em que vigora a limitação dos poderes da sociedade visada. Para uma análise crítica do mecanismo *opt/in, opt/out*, contrapor THOMAS PAPADOPOULOS, *The mandatory provisions of the Takeover Bid Directive and their deficiencies*, in *Law and Financial Markets Review*, vol. 1, n.º 6, 2007, pp. 525 a 533, a JOSEPH A. MCCAHERY e ERIK P.M VERMEULEN, *Does the Takeover Bids Directive Need Revision?*, Tilburg Law School Legal Studies, School Research Paper n.º 005/2010, 2010. Mais recentemente em resposta ao relatório da Comissão Europeia sobre a aplicação da Diretiva das OPAs, de 28 de junho de 2012, os membros do European Company Law Experts, vieram defender alterações à regra da reciprocidade, defendendo, no que diz respeito à *board neutrality rule*, que esta se tornasse regra geral, tendo os acionista a oportunidade de deliberar em Assembleia Geral, se querem ou não que esta se aplique à sociedade, ver PETER BÖCKLI / PAUL L. DAVIES / EILIS FERRAN / GUIDO A. FERRARINI / JOSÉ M. GARCIA GARRIDO / KLAUS J. HOPT / ALAIN PIETRANCOSTA / KATHARINA PISTOR / ROLF SKOG / STANISLAW SOLTYSINSKI / JAAP W WINTER / EDDY WYMEERSCH, *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*, Oxford Legal Studies Research Paper No.5/2014, 2014, pp. 12 a 14.

⁴⁵ Ver ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *OPAs Obrigatórias: Pressupostos e Consequências da sua Não-realização*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, ano III (2011), n.º 4, pp. 938 a 940.

⁴⁶ Sobre a transposição da Diretiva das OPAs, ver ANA SÁ COUTO, *Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA*, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 25 dezembro, 2006, pp. 70 a 78, e em especial sobre a limitação dos poderes do conselho de administração, ORLANDO VOGLER GUINÉ, *A transposição da Directiva 2004/25/CE e a Limitação dos Poderes do Órgão de Administração da Sociedade Visada*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 22, dezembro, 2005, pp. 21 a 46. Sobre a transposição nos vários Estados Membros, ver SILJA MAUL, DANIELLE MUFFAT- JEANDET e JOËLLE SIMON (coord.), *Takeover Bids in Europe*, Memento Verlag, Freiburg, 2008 e o estudo encomendado pela Comissão Europeia sobre a aplicação da Diretiva das OPAs, MARCUS PARTNERS/CEPS, *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 2012.

*do contexto de uma OPA) tem e não poderes que normalmente a Administração não tem*⁴⁷.

É com este sentido que são impostos na pendência de uma OPA determinados deveres aos membros do órgão de administração, tal como será de seguida apresentado.

3.1.1 Os deveres impostos aos membros do órgão de administração

Os administradores de uma sociedade anónima devem respeitar na sua atuação os deveres gerais de cuidado e de lealdade, atuando no interesse de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses relevantes dos *stakeholders*, nomeadamente, os seus trabalhadores, clientes e credores, art. 64.º CSC. No âmbito deste trabalho não cabe uma análise aprofundada sobre os mesmos, centrando-nos na concretização do dever de lealdade no âmbito de uma OPA.

Como escreve FÁTIMA GOMES, “os deveres de lealdade surgem quando o fiduciário se envolve em transações que potencialmente podem colidir/entrar em conflito com os interesses societários”⁴⁸. Durante a pendência de uma OPA os deveres de lealdade a que se encontram adstritos os membros do órgão de administração “apresentam-se como corolários da gestão fiduciária da propriedade societária e têm múltiplas consequências, invariavelmente em confirmação da supremacia dos interesses de longo prazo de todos os acionistas”⁴⁹.

A situação ora em análise é especialmente suscetível de provocar conflitos de interesses entre, por um lado, o interesse próprio dos administradores e, por outro, dos acionistas. Isto mesmo é reconhecido pelo legislador ao consagrar o *dever específico* de após a publicação do anúncio preliminar e até ao apuramento dos resultados, a Administração da sociedade visada *agir de boa fé, designadamente quanto à correção*

⁴⁷ Cfr. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 147.

⁴⁸ Cfr. FÁTIMA GOMES, *Reflexões em torno dos deveres fundamentais dos membros dos órgãos de gestão (e fiscalização) das sociedades comerciais à luz da nova redação do artigo 64.º do CSC*, in *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais. Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando Carvalho*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, p. 555.

⁴⁹ Cfr. Parecer Genérico da CMVM, ponto 2.

da informação e quanto à lealdade de comportamento, nomeadamente, não praticando atos que exorbitem a gestão normal da sociedade, que sejam suscetíveis de afetar de modo significativo os interesses do oferente e de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada, arts. 181.º/5, d)⁵⁰ e 182.º/1 CVM.

Estamos perante um dever complexo que impõe aos administradores a prática de certos atos mas, também, que estes se abstenham de praticar atos que possam ter como finalidade a prossecução de interesses próprios, *maxime* a frustração da oferta, em detrimento do interesse dos acionistas⁵¹.

No contexto de uma luta pelo controlo da sociedade, como é aquele em que se desenrola uma OPA, o que mais interessa notar é que o referido dever de lealdade em nada impossibilita o órgão de administração de, enquanto órgão competente para a gestão e representação da sociedade, arts. 405.º/1 e 431.º/1 CSC, estabelecer contactos junto de possíveis oferentes concorrentes, art. 182.º/3, c) CVM⁵², ou de procurar outras alternativas para a sociedade e seus acionistas, nomeadamente, uma fusão. Antes pelo contrário, poderá até suceder que, fazendo-o, esteja efetivamente a proteger o interesse da sociedade e dos seus acionistas.

A atuação do órgão de administração deverá pautar-se pela prossecução dos interesses dos acionistas e caso preveja a existência de uma oferta concorrente ou de uma operação fusão que, de acordo com o seu melhor julgamento, proteja de modo mais efetivo os interesses dos acionistas, deverá, em nosso entender, praticar os atos tendentes à sua concretização. Neste caso, a finalidade principal dos atos praticados pela Administração não é a frustração oferta, mas antes a valorização da posição dos acionistas, devendo, porém, serem estes a tomar a decisão final, escolhendo a que entendam ser a melhor opção. Caso seja uma OPA, tratar-se-á de uma decisão

⁵⁰ Ver, RICARDO COSTA / GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Art. 64.º*, (coord. J. COUTINHO DE ABREU), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. I, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 743 e 744. A posição assumida corresponde ao entendimento maioritário da doutrina, que se conheça, apenas MENEZES CORDEIRO, discorda ao considerar que a própria Assembleia Geral da sociedade visada estará adstrita a um dever de lealdade para com o oferente, uma vez que tal é exigido pela boa fé, ver *Ofertas Públicas de Aquisição*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pp. 276 e 277.

⁵¹ Para uma enumeração dos deveres de *facere* e de *non facere* a que está sujeito o órgão de administração da sociedade visada na pendência de uma OPA, ver ANTÓNIO SOARES / RITA OLIVEIRA PINTO, ob. cit., pp. 862 a 864.

⁵² Ver, ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta*, ob. cit., p. 114.

individual, aceitando, ou não, a oferta; no caso da fusão, a decisão será colegial, tomada mediante deliberação da Assembleia Geral através de uma maioria qualificada⁵³.

O dever de lealdade não impõe que a Administração não coloque entraves à oferta, até porque, desde que tenha como propósito a defesa do interesse dos acionistas, o comportamento exigido poderá ser o da oposição à oferta, rejeitando-a desde logo em função do valor da (reduzida) contrapartida oferecida. Neste sentido é claro KLAUS HOPT quando afirma: “[e]n el caso de que la Dirección considere que la oferta es insuficiente o que en general no atiende a los intereses de los accionistas, está autorizada y, en determinados casos, tiene el deber, de rechazar la oferta”⁵⁴.

Em suma, os deveres a que estão adstritos os administradores da sociedade visada, em especial o dever de lealdade, não impedem, e até podem exigir, a procura de alternativas à oferta inicial. O importante é que tenham sempre como objetivo final assegurar a promoção dos interesses dos acionistas e que sejam estes a tomar a decisão quanto aos méritos da proposta que lhes é dirigida. Contudo, devido ao especial conflito de interesses existente, o legislador optou por prevenir e limitar a prática de certos atos do órgão de administração que uma vez praticados em deslealdade para com os interesses dos acionistas, prejudicariam de forma significativa os mesmos, pois teriam como efeito a frustração da oferta, impossibilitando os acionistas de decidirem sobre a mesma.

3.1.2 Pressupostos de que depende a regra da não frustração

O início da limitação dos poderes do órgão de administração da sociedade visada, dá-se no momento em que este obtenha “o conhecimento de uma informação segura e razoavelmente completa e conhecimento da iminência de lançamento da oferta”⁵⁵, equiparando o legislador a este conhecimento a receção pela sociedade

⁵³ Ver KLAUS J. HOPT, *Estudios de Derecho de Sociedades y del Mercado de Valores* (coord. SANTIAGO ANIBARRO), Marcial Pons, Madrid, 2010, p. 420.

⁵⁴ Cfr. ob. cit., p. 416.

⁵⁵ Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação*, ob. cit., p. 188.

visada do anúncio preliminar, art. 182.º/2, a) CVM⁵⁶. A situação de inibição permanecerá até à cessação da oferta, seja no apuramento de resultados ou por outro motivo legalmente previsto, arts. 128.º e ss CVM.

Não bastará o conhecimento de qualquer oferta para que se aplique a regra da não frustração, sendo ainda exigido que a OPA tenha como finalidade a aquisição de mais de um terço dos valores mobiliários de uma categoria. A *ratio legis* parece ser a de que apenas se justifica colocar a sociedade visada nesta situação, quando a oferta se dirija à obtenção do controlo da sociedade, sendo utilizado como critério a percentagem a partir da qual se presume a sua existência para efeitos de OPA obrigatória, arts. 182.º e 187. CVM⁵⁷.

Existindo conhecimento por parte da sociedade visada de uma oferta cujo objeto seja pelo menos um terço dos valores mobiliários de uma categoria, dá-se a aplicação da regra da não frustração, ficando a Administração da sociedade visada inibida de praticar os atos que revistam determinadas requisitos, de seguida apresentados. Embora a competência para a prática destes atos continue a ser do órgão de administração, passa a ser necessária uma autorização da Assembleia Geral, sob pena de serem responsabilizados por violação do dever a que estão adstritos nos termos do art. 182.º/1 CVM⁵⁸ e a deliberação ser considerada nula por violação de preceito legal imperativo, art. 411.º/1, c) CSC⁵⁹.

O órgão de administração da sociedade visada apenas estará limitado a praticar os atos da sua competência que preencham três requisitos cumulativos⁶⁰: (i) sejam

⁵⁶ Na ausência de disposição legal expressa sobre o âmbito subjetivo da aplicação da regra da não frustração, a doutrina tem abordado a questão de saber se as sociedades em relação de grupo ou de domínio com a visada também estão abrangidas. No âmbito deste trabalho não nós será possível analisar este tema, ver PAULO CÂMARA, *Manual*, ob. cit., p. 590 e JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação*, ob. cit., pp. 188 a 191.

⁵⁷ Neste sentido, ver Relatório Final da Consulta Pública n.º 11/2005 sobre o Ante-Projeto de diploma de transposição da Diretiva das OPA, pp. 10 e 11.

⁵⁸ Ver ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da conduta*, ob. cit., p. 215 a 223.

⁵⁹ Ver ANTÓNIO SOARES / RITA OLIVEIRA PINTO, ob. cit., pp. 868 a 872.

⁶⁰ A letra do art. 182.º do CVM parece indicar que os requisitos são cumulativos, ao prever: “o órgão de administração da sociedade visada não pode praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente” [sublinhado e negrito nosso]. Esta parece ter sido a intenção do legislador, podendo tal ser constado no Relatório Final da Consulta Pública n.º 11/2005 sobre o Ante-Projeto de diploma de transposição da Diretiva das OPA, ver p. 11.

suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada; (ii) não se reconduzam à gestão normal da sociedade; (iii) possam afetar significativamente os objetivos do oferente.

Cumpra então ainda que de forma sucinta concretizar estes conceitos indeterminados.

(i) Atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada

Esta limitação visa garantir que o órgão de administração da sociedade visada não pratique atos que afetem de modo relevante o patrimônio da sociedade, sejam eles suscetíveis de alterar o seu ativo, passivo e/ou capital próprio. É importante notar a preocupação do legislador em adjetivar a alteração como relevante, sendo assim necessário fazer um juízo sobre o grau do impacto que o ato terá no patrimônio daquela sociedade em concreto.

Só é possível fazer um juízo comparativo se soubermos quais os momentos relevantes a comparar. Partilhamos a opinião de que o momento em que será definido o patrimônio da sociedade é o do anúncio preliminar, pois é o momento em que o oferente o analisou e foi de acordo com esse que formou a sua decisão de lançar a oferta⁶¹.

O legislador prevê uma enumeração exemplificativa de atos em que ocorre uma alteração patrimonial relevante da sociedade visada, art. 182.º/2, b) CVM. Esta enumeração tem como vantagem não só deixar claro que aqueles atos serão assim qualificados, mas ainda ajudar o intérprete na aplicação do conceito indeterminado a casos concretos. No âmbito deste trabalho interessa especialmente a previsão de emissão de ações uma vez que tal ocorrerá na maior parte dos casos em que ocorre uma operação de fusão.

Este tem sido, também, o entendimento da doutrina, ver JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação*, ob. cit., pp. 194 a 196, PAULO CÂMARA, *Manual*, ob. cit., p. 589 e ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta*, ob. cit., p. 147.

⁶¹ Ver ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta*, ob. cit., em especial, pp. 148 a 153.

Como será desenvolvido mais à frente⁶², a emissão de ações trará dificuldades acrescidas para o oferente. Caso a oferta seja geral, os custos associados à oferta irão, desde logo, aumentar na proporção do valor em que é aumentado o capital social. Mesmo quando a oferta não incida sobre a totalidade das participações sociais da sociedade⁶³, a emissão de novas ações poderá acarretar uma “*eventual reorganização da estrutura acionista, a qual poderá fortalecer a posição do acionista de referência*”⁶⁴. No caso de ser um aumento de capital aberto a novos acionistas este trará uma alteração subjetiva relevante no que toca aos destinatários da oferta.

É importante ter presente que a realização de aumento de capital é, tendencialmente, da competência da Assembleia Geral e esta não tem os seus poderes limitados. Assim, alertava RAÚL VENTURA que a relevância prática desta inibição, prevista no antigo CdMVM, art. 575.º/1, a), seria a de não permitir o funcionamento de cláusulas de autorização existentes no contrato de sociedade autorizando o órgão de administração a praticar esses atos, art. 456.º CSC⁶⁵.

Em suma, o que se visa garantir é que a Administração não pratique atos suscetíveis de alterar de modo relevante o património da sociedade, avaliado pelo oferente no momento em que decide avançar para a oferta e que terá motivado o seu interesse na mesma. A inibição apenas existirá quando os atos não se reconduzam ainda à gestão normal da sociedade e afetem os objetivos anunciados pelo oferente, com exceção dos atos autorizados pela Assembleia Geral nos termos do art. 182.º/3, b) CVM.

(ii) Atos que não se reconduzam à gestão normal da sociedade

A melhor forma de entender o conceito de gestão normal, em nossa opinião, é apresentada por ORLANDO VOGLER GUINÉ⁶⁶. O autor conclui, depois de analisar

⁶² Ver subcapítulo 3.2.2

⁶³ Como já visto terá é sempre de ser superior a um terço dos valores mobiliários de uma categoria.

⁶⁴ Ver JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação*, ob. cit., p. 194.

⁶⁵ Ver RAÚL VENTURA, *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, p. 202.

⁶⁶ Ver *Da Conduta*, ob. cit., pp. 156 a 173.

vários critérios, estarmos perante um tipo aberto que apresenta certos elementos, cuja relevância de cada um depende da sua ponderação à luz do caso concreto.

Este autor aponta os seguintes critérios que devem ser tidos em consideração aquando da interpretação do conceito indeterminado: (i) o impacto patrimonial do ato; (ii) o objeto social da sociedade; (iii) a comparação com outra sociedade em igualdade de circunstâncias; (iv) a estratégia da empresa, documental e objetivamente comprovada⁶⁷.

A intenção do legislador parece ter sido a de esclarecer que a Administração não estaria inibida de praticar os atos normais de gestão, optando por ir mais longe do que o conceito de gestão corrente utilizado, por exemplo, no art. 407.º/3 CSC. Pretende-se, assim, garantir que existam as menores condicionantes possíveis à gestão da sociedade, limitando apenas os atos capazes de conduzir à frustração da oferta.

É preciso ter em consideração que caso a Administração ficasse com os seus poderes demasiado limitados, poderiam resultar prejuízos significativos para a sociedade, decorrentes de tal situação, e em alguns casos de difícil reparação.

Ainda assim, a inibição dos poderes da sociedade, em especial dos membros do órgão de administração, continua a ser significativa e poderia algum oferente, com intenções menos sérias, vir a anunciar uma oferta com o propósito de colocar estas condicionantes à gestão da sociedade. De forma a evitar o lançamento de uma OPA abusiva, o legislador prevê a possibilidade do oferente ser responsabilizado pelos danos causados, quando a sua decisão de lançamento de OPA tenha como finalidade colocar estes limites à atuação do órgão de administração da sociedade visada, art. 181.º/5⁶⁸.

Porém, é importante notar que os danos que possam vir a existir para a sociedade têm origem na situação em que esta se encontra, não dependendo do elemento

⁶⁷ Ver *Da Conduta*, ob. cit., p. 167.

⁶⁸ Sobre este tema ver, LUÍS MENEZES LEITÃO, *A responsabilidade civil no âmbito de O.P.A.*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 123 a 124 e JOÃO CALVÃO DA SILVA, *OPA abusiva* in *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, 2001, pp. 61 a 81.

subjetivo tido em consideração para responsabilização do oferente. Pense-se, por exemplo, na (in)capacidade de aproveitar oportunidades únicas de investimento. Esta é a razão de ser da previsão na Diretiva das OPAs do princípio geral da continuidade da sociedade visada. Deve-se assim evitar a permanência da sociedade nesta situação por um período superior ao estritamente necessário para proteger os interesses em causa.

(iii) Atos que possam afetar significativamente e os objetivos do oferente

O anúncio preliminar serve como meio difusor da proposta dirigida pelo oferente ao público, devendo constar deste a enunciação *sumária* dos objetivos do oferente, nomeadamente, quanto à continuidade, ou não, da atividade empresarial da visada, art. 176.º/1, g)⁶⁹. O oferente deverá desenvolver esta informação no prospeto, nomeadamente, quanto à manutenção e às condições do emprego dos trabalhadores da sociedade, sobre eventuais alterações ao local onde são exercidas as atividades empresariais, à manutenção da qualidade de sociedade aberta e, caso aplicável, à manutenção dos valores mobiliários objeto da oferta em mercado regulamentado, art. 138.º/1, g).

Este requisito assume-se como a “*pedra de toque do sistema*”⁷⁰. A razão de ser da imposição destas limitações ao órgão de administração é a não frustração da oferta, não fazendo assim sentido limitar os atos que em nada prejudicam os interesses do oferente.

Mesmo no caso de estarmos perante um ato suscetível de alterar de modo relevante o património da sociedade e que não se reconduza à sua gestão normal, apenas será relevante caso colida com os objetivos anunciados pelo oferente, razão pela qual o preenchimento deste conceito indeterminado depende sempre da

⁶⁹A alínea g) do n.º 1 do art. 176.º, foi aditada ao CVM no decorrer dos trabalhos de transposição da diretiva das OPAs, tendo exatamente como finalidade possibilitar à Administração da sociedade visada os elementos que lhe permitam conhecer os termos da sua limitação, ver Relatório Final da Consulta Pública n.º 11/2005 sobre o Ante-Projeto de diploma de transposição da Diretiva das OPA, p. 11.

⁷⁰ Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação*, ob. cit., p. 194.

interpretação do anúncio preliminar e, quando a oferta já tenha sido “lançada”, do conteúdo do correspondente prospeto⁷¹.

Feito o enquadramento genérico do regime, cumpre analisar a situação que constitui tema central deste nosso trabalho: a realização de uma operação de fusão na pendência de OPA.

3.1.3 A inexistência de uma limitação para negociar os termos da fusão

O órgão de administração enquanto órgão competente para a gestão e representação da sociedade, detém a competência para negociar e elaborar o projeto de fusão, arts. 98.º/1 e 406.º, m) CSC. No contexto de uma OPA, é por isso importante perceber se estes atos estarão ou não incluídos no âmbito de inibição do art. 182.º CVM.

O legislador é claro ao admitir a liberdade do órgão de administração para procurar ofertas concorrentes, o seu *white knight*, art. 182.º/3, c) CVM. A *ratio legis* é a de que uma oferta concorrente trará sempre benefícios para os acionistas da visada, desde logo, porque os destinatários passam a ter uma alternativa cuja contrapartida oferecida teria de ser superior em pelo menos 2%⁷².

Ao utilizar as palavras “à procura de oferentes concorrentes”, o legislador parece fazer referência ao regime das OPAs concorrentes, em que não se enquadra a fusão, desde logo e como já apresentado, por não se tratar de uma OPA, arts. 185.º e ss. CVM.

Contudo, tendo em consideração a razão de ser desta norma parece que a situação em análise se encontra na mesma linha de pensamento. Algo estranho seria permitir que a Administração procurasse uma alternativa à sociedade e perante a

⁷¹ O órgão de administração da sociedade visada recebe o projeto de prospeto e o projeto de anúncio de lançamento antes do registo da oferta, sendo este o momento em que estes documentos são divulgados ao mercado, art. 181.º/1 CVM.

⁷² Contrariando a ideia de que uma oferta concorrente trará sempre benefícios para os destinatários da oferta, ver FREDERICO M. MUCCIARELLI, *White Knights and Black Knights – Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of “Target” Companies?* -, 2006.

conclusão de que o maior ganho para os acionistas seria conseguido através de uma fusão, se impedisse os acionistas de sobre esta se pronunciarem.

Lembre-se do anteriormente referido a propósito do dever de lealdade e de a Administração dever atuar no interesse dos acionistas, razão pela qual se conclui que a fusão é a forma de concentração que proporciona um maior ganho para aqueles, não se veem motivos para que esteja impedida de apresentar tal solução aos acionistas, cabendo a estes a tomada de decisão final.

Independentemente de se considerarem os atos para que o órgão de administração é competente no processo de fusão como subsumíveis ao previsto no art. 182.º/3, c), a verdade é que o legislador não criou uma proibição absoluta. Antes pelo contrário, apenas proíbe os atos da competência desse órgão que preencham os três requisitos cumulativos anteriormente apresentados. Cumpre então analisar se neste caso concreto estão verificados os requisitos cumulativos.

Quanto ao primeiro requisito, ser um ato suscetível de alterar de modo relevante a situação patrimonial da visada, parece-nos muito difícil que os meros atos negociais e a simples aprovação, necessariamente preliminar, de um *projeto* de fusão, a submeter posteriormente à apreciação dos acionistas, possam ter esse efeito.

O que se trata nesta fase do processo de fusão é de negociar os termos em que a operação se irá efetivar, não existindo, tendencialmente, a assunção de obrigações ou a prática de atos suscetíveis de alterar a situação patrimonial da sociedade de modo relevante. Estamos perante a negociação e elaboração de um mero projeto, tendencialmente, sem efeitos externos na esfera jurídica de terceiros ou da própria sociedade, enquanto não for o mesmo apreciado pelos acionistas.

Os administradores atuam na “*qualidade de mediadores*”⁷³ não só dos interesses da sociedade, como também do interesse de curto prazo dos acionistas, isto

⁷³ Cfr. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta*, ob. cit., p.110.

é, de assegurar que a relação de troca estabelecida no processo de fusão é a mais vantajosa possível para estes⁷⁴.

A fixação da relação de troca obrigará à avaliação dos patrimónios das duas sociedades, sendo responsáveis, solidariamente, os membros dos órgãos de administração e de fiscalização de cada uma das sociedades envolvidas no processo de fusão, caso não atuem com a diligência de um gestor criterioso e ordenado na verificação da situação patrimonial das sociedades e na conclusão da fusão, art. 114.º/1 CSC⁷⁵. Caso exista uma diferença relevante entre o valor da sociedade tido em conta para a fixação da relação de troca e o valor *real* da sociedade, a Administração estará a violar o especial dever de diligência a que está adstrita não apenas na verificação da situação patrimonial das sociedades, mas também na conclusão da fusão.

O órgão de administração da sociedade não tem competência decisória na fusão, apenas negocia e elabora o projeto a apresentar à Assembleia Geral. A competência de aprovar a operação é dos sócios, mediante uma deliberação tomada através de maioria qualificada. Mais: é esta sua deliberação, e não a do órgão de administração, que poderá ter um impacto patrimonial significativo na sociedade.

Caso os sócios rejeitem a fusão, o património da sociedade não terá sido afetado pela proposta submetida a deliberação dos acionistas. Caso aceitem, existirá uma alteração significativa do património da sociedade, mas em decorrência de uma deliberação dos acionistas, tomada através de maioria qualificada em Assembleia Geral, órgão este que em nada vê as suas competências diminuídas pela regra da não frustração⁷⁶.

⁷⁴ Ver ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta*, ob. cit., p.110.

⁷⁵ Sobre os critérios de avaliação, ver PEDRO VIEIRA DA GAMA LOBO XAVIER, *A avaliação de sociedades comerciais num processo de fusão*, in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Ano L, n.º 3-4, Almedina, julho-dezembro, 2009, pp. 157 a 220

⁷⁶ Neste sentido, veja-se o que escreve ORLANDO VOGLER GUINÉ, “[u]ma atuação da Administração preparatória de uma futura alteração patrimonial da visada, mas que no momento presente (isto é, durante o decurso da OPA) não se repercute nessa situação patrimonial está aquém do escopo limitativo da norma”, cfr. *Da Conduta*, ob. cit., p. 148. O autor escreve tendo em consideração apenas os atos de gestão da competência da Administração, mas que em resultado da situação em que se encontra teriam de ser aprovados pela Assembleia Geral. O que agora interessa relevar é que na sua linha de argumentação é possível verificar que a Administração não estará impedida de praticar os atos

O órgão de administração, contudo, não terá competência para vincular a sociedade ao cumprimento de obrigações onerosas para esta, de tal forma que alterem a sua situação patrimonial, como seria o caso de serem estabelecidos *break-up fees*⁷⁷ de elevado valor⁷⁸. Contudo, esta limitação não impede a possibilidade de ser negociado e elaborado o projeto de fusão.

Quanto ao segundo requisito, não ser um ato de gestão normal da sociedade, em nosso entender já estaria preenchido. A negociação de uma operação de fusão não poderá ser qualificada como um ato de gestão normal, desde logo, pela importância e consequências que poderá ter no futuro da sociedade⁷⁹, caso venha a ser aprovado pelos acionistas.

Em relação ao terceiro requisito, afetar de modo significativo os interesses do oferente, parece relevante distinguir dois momentos: (i) o processo negocial e de elaboração do projeto de fusão; (ii) as deliberações dos conselhos de administração das sociedades a aprovarem o projeto de fusão a submeter às respectivas Assembleias Gerais.

Quanto ao primeiro momento parece inexistir qualquer alteração aos interesses do oferente. É um processo negocial e como tal não existem sequer garantias de qual será o resultado final. Neste caso, dada a sua importância para o futuro da sociedade e o impacto que poderá ter no valor das participações, deverá ser informado o mercado por constituir informação privilegiada e por deverem ser evitadas as assimetrias informativas, art. 248.º CVM. Apesar de o mercado poder incorporar a informação de uma forma positiva, aumentando o valor das participações dos acionistas que constituem o objeto da oferta, tal não será, em nosso entender, suficiente para se

preparatórios, neste caso negociação e aprovação do projeto a submeter aos acionista, sendo que o ato que ocorre na pendência da OPA e com impacto patrimonial é a deliberação da Assembleia Geral.

⁷⁷ Sobre as *break-up fees*, ver MANUEL REQUICHA FERREIRA, *Opa Concorrente*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. X, Coimbra Editora, Coimbra, pp. 301 a 335.

⁷⁸ Embora nos pareça que o estabelecimento de *break-up fees* de tal forma elevadas que tenham impacto no património da sociedade poderá indicar uma violação clara dos deveres de lealdade e de cuidado a que está adstrito o órgão de administração, até porque na fusão o sucesso da mesma não está dependente da sua vontade mas sim dos acionistas.

⁷⁹ Ver ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta*, ob. cit., p. 198.

considerar como prejudicados os interesses do oferente, dadas as incertezas quanto à existência de uma alternativa serem, nesta fase, ainda bastante elevadas.

Já o segundo momento levanta mais dúvidas, pois os acionistas passam a ter uma alternativa concreta em cima da mesa. No regime das ofertas concorrentes, o lançamento de uma tal oferta é fundamento de retirada da oferta inicial, podendo ser levantada a questão de saber se a fusão, enquanto alternativa à oferta inicial, será merecedora do mesmo tratamento, arts. 185.º-B/4, 128.º e 130.º CVM.

É importante ter presente que um dos princípios gerais da OPA é o princípio da estabilidade da oferta⁸⁰, estando a respetiva retirada dependente de decisão da CMVM, não sendo assim possível ao oferente decidir, unilateralmente, retirar a oferta, art. 128.º CVM. Mesmo quando o oferente faça constar do anúncio preliminar a aprovação de um projeto de fusão por parte do órgão de administração da sociedade como uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias, nos termos do art. 128.º CVM, a única coisa que assegura é a cognoscibilidade dos destinatários, pois cumprirá sempre à CMVM analisar as circunstâncias do caso e tomar a decisão.

A mera apresentação de um projeto de fusão aos acionistas para estes tomarem a decisão final, não tem impacto no património da sociedade que motivou a decisão do oferente de avançar com a sua oferta. Contudo, os objetivos do oferente, nomeadamente, a aquisição de participações sociais suficientes para a aquisição do controlo poderá sair prejudicado, em decorrência do surgimento de uma alternativa “concorrente”. Sendo certo que, ao requerer a retirada da oferta, o oferente estará a dar um “sinal” ao mercado em geral e, em especial, aos acionistas da sociedade, de que realmente a alternativa que lhes é apresentada é mais favorável quando comparada com a proposta por si apresentada.

A evolução legislativa também parece indicar a inexistência de uma limitação do órgão de administração da sociedade visada para negociar e deliberar o projeto de fusão a ser apresentado à Assembleia Geral. Na enumeração exemplificativa dos atos que estavam inibidos à Administração da sociedade visada previa o art. 575.º/1, e) do

⁸⁰ Ver PAULO CÂMARA, *Manual*, ob. cit., pp. 555 a 557.

CdMVM: *realizar operações de fusão ou cisão, ou celebrar acordos para esse efeito*⁸¹.

Aquando da entrada em vigor do CVM, o legislador optou, em nosso entender bem, por não manter este preceito. Sendo a competência para aprovar operações de fusão da Assembleia Geral e que a negociação e elaboração de um mero *projeto* de fusão, tendencialmente, não implicará a celebração de acordos que reúnam os requisitos cumulativos de que depende a inibição, não existem razões para incluir esta situação no âmbito da inibição.

Concluindo, em nossa opinião, com a apresentação do projeto de fusão e através de informação divulgada, a Administração poderá tentar convencer os acionistas de que a fusão é a solução mais vantajosa para estes, dado que a valorização da participação social que passarão a deter na sociedade resultante da fusão é superior ao ganho que teriam ao aceitar a contrapartida do oferente ou para os que optariam por ficar na sociedade, resultante dos objetivos pretendidos pelo oferente para a sociedade. Porém, a verdadeira medida defensiva que terá um impacto decisivo na inviabilização da OPA, e a única que reúne os três requisitos cumulativos previstos na lei, será a tomada pelos acionistas em Assembleia Geral: a aprovação da operação de fusão, que produzirá efeitos mediante a sua inscrição no registo comercial. Não se colocando dúvidas quanto à legitimidade da Assembleia Geral para praticar os atos com estas características, o que é necessário perceber será o tempo e o modo em que a mesma se deve realizar⁸².

3.2 A Assembleia Geral defensiva

O conhecimento por parte da Administração da sociedade visada da intenção de um oferente em avançar para o lançamento de uma OPA, nos termos já

⁸¹ Sobre este artigo ver JOSÉ MIGUEL JÚDICE / MARIA LUÍSA ANTAS / ANTÓNIO ARTUR FERREIRA / JORGE BRITO PEREIRA, *OPA – Ofertas Públicas de Aquisição (Legislação comentada)*, Económico Semanário, Lisboa, 1992, pp. 215 a 221.

⁸² Veja-se ANTÓNIO SOARES / RITA OLIVEIRA PINTO, que quando definem o âmbito dos atos abrangidos pela *Passivity Rule* são a claros a afirmar que são apenas e só os atos da competência do órgão de administração que preenchem os três requisitos cumulativos do art. 182.º/1, ver ob. cit. p. 871.

apresentados, reflete-se também no funcionamento da Assembleia Geral⁸³: altera-se o prazo mínimo para a sua convocação, as exigências impostas à convocatória e ainda a maioria exigida para a deliberação de determinados aspetos, como por exemplo a distribuição antecipada de dividendos⁸⁴, passando estes a terem de ser deliberados pela maioria exigida para a alteração dos estatutos, art. 181.º/3 e 4 CVM.

Cumpra então concretizar e tentar perceber quais os impactos da existência de uma OPA inicialmente anunciada sobre a sociedade, na Assembleia Geral convocada para aprovação de um projeto de fusão.

3.2.1 Documentos preparatórios da Assembleia Geral

Pela importância de uma operação de fusão na “vida” da sociedade o legislador impõe a disponibilização aos acionistas das sociedades envolvidas de documentos informativos⁸⁵ para que estes formem a sua decisão. Estes documentos ficam disponíveis na sede das sociedades, sendo tal informação prestada na convocatória da Assembleia Geral, arts. 100.º/3 e 101.º CSC. Entendemos, no entanto, quando as sociedades estejam sujeitas à supervisão da CMVM, que os documentos informativos devem, ainda, ser disponibilizados através do SDI por consistirem informação suscetível de alterar os preços de mercado.

No caso em apreço, os acionistas terão também acesso aos documentos informativos da OPA em curso de forma a avaliar a oportunidade e as condições da oferta e ainda caso pretendam permanecer na sociedade, quais os objetivos do oferente para a sociedade⁸⁶.

⁸³ A alteração da epígrafe do artigo 575.º do CdMVM, “*limitação dos poderes da administração da sociedade visada*” para a que vigora hoje no CVM, “*limitação dos poderes da sociedade visada*”, já indicava que os efeitos não se produzem apenas ao nível do órgão de administração.

⁸⁴ Ver JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação*, ob. cit., pp. 199 a 202.

⁸⁵ Referimo-nos ao projeto de fusão, ao relatório e pareceres elaborados por órgãos da sociedade e por peritos e às contas, relatórios dos órgãos de administração, relatórios e pareceres dos órgãos de fiscalização e deliberações das Assembleias Gerias sobre essas contas, dos últimos três exercícios. A estes documentos, caso exista, deve ser anexado o parecer dos representantes dos trabalhadores, art. 101.º/1 e 2 CSC.

⁸⁶ Até ao lançamento da OPA os documentos informativos legalmente previstos ao dispor dos destinatários da oferta são: o anúncio preliminar e o relatório do conselho de administração da sociedade visada, art. 176.º e 181.º CVM. Após o registo da oferta, momento em que se dá o seu efetivo lançamento, são disponibilizados mais dois documentos: o anúncio de lançamento e o prospeto, arts. 183.º- A e 138.º CVM. No decorrer da oferta podem vir a ser emitidos outros documentos

Os acionistas têm assim o ónus de analisar e comparar a informação que lhes é facultada devendo, em nossa opinião, resultar claro dos documentos preparatórios da Assembleia Geral, *maxime*, do projeto de fusão, o impacto da deliberação na oferta em concurso, por se tratar de um elemento *necessário ou conveniente para o conhecimento da operação*, art. 98.º/1 CSC. Nos casos em que seja necessário o juízo da CMVM sobre a suficiência do conteúdo informativo quando comparado com o de um prospeto, tal informação parece indispensável à formação de um *juízo fundado* por parte dos destinatários da oferta, leia-se neste caso, fusão, art. 135.º CVM⁸⁷.

Importante de notar quanto à comparabilidade entre as alternativas é que enquanto na fusão são distribuídos valores mobiliários aos acionistas, estando limitados os casos em que a contrapartida pode ser oferecida em dinheiro, art. 97.º/5 CSC, na OPA existem três alternativas: (i) a contrapartida oferecida é exclusivamente em dinheiro (qualificadas doutrinalmente com a mesma designação de OPA); (ii) a contrapartida oferecida é exclusivamente em valores mobiliários (qualificadas como ofertas públicas de troca, art. 178.º CVM); (iii) são oferecidos valores mobiliários dessas duas naturezas (qualificadas como ofertas públicas mistas, art. 177.º/1 CVM).

PAULO CÂMARA é claro ao afirmar que a diferente natureza da contrapartida oferecida nestas duas operações de concentração não impede a apresentação de forma alternativa das mesmas aos acionistas. Neste sentido escreve o autor: “*o regime instituído [das ofertas concorrentes] pretende propiciar uma comparabilidade informativa das ofertas mas não uma identidade de natureza ou de conteúdo das mesmas. [...] Deste ângulo, a proximidade funcional entre as ofertas públicas de troca e fusões (ambas operações de troca, embora apenas esta com efeito integrador*

relevantes, como um relatório atualizado do conselho de administração e adendas ao prospeto, cfr. ponto 4 do Parecer Genérico da CMVM e art. 142.º CVM.

⁸⁷ Veja-se que na derrogação ao dever de lançamento de OPA por controlo adquirido em resultado de uma fusão, o legislador prevê como um dos pressupostos de que depende a declaração da derrogação por parte da CMVM, que conste, expressamente, da deliberação da Assembleia Geral da sociedade em que seria estabelecido o controlo que daquela operação resultaria o dever de lançamento de OPA, art. 189.º/1, c). Ainda que nesta norma o motivo principal da informação seja o de assegurar que as relações de poder que resultam da operação são do conhecimento dos acionistas. Sobre as exceções ao dever de lançamento de OPA, v. JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Fusão*, ob.cit., pp. 36 a 59 e JULIANO FERREIRA, *Exceções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição*, in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, ano 3, vol. 6, 2011, pp. 189 a 224.

das estrutura empresariais) deveria bastar para admitir simultaneidade de fusões e OPA”⁸⁸.

Concordamos inteiramente com o autor. Não sendo impeditiva a diferente natureza da contrapartida oferecida no âmbito das OPAs concorrentes, também não se vislumbram razões para o ser neste caso. Fundamental, em nosso entender, é que os documentos das duas alternativas permitam aos acionistas obter informações adequadas sobre os seus méritos, tendo presente que a escolha por uma ou outra, tendencialmente, levará à impossibilidade de beneficiar da preterida.

3.2.3 Modo de convocação

Quanto à obrigatoriedade da Assembleia Geral ser exclusivamente convocada para o efeito, é de relembrar que a aprovação da operação de fusão não é um ato da competência da Administração mas que devido à aplicação da regra da não frustração, necessite de autorização da Assembleia Geral. É sim, um ato da sua própria competência, para o qual, nos termos gerais, não se exige a convocatória exclusiva, art. 100.º CSC *a contrario*. Assim, o caso em análise não será subsumível à previsão da norma do art. 182.º/3, b) CVM, não se aplicando a respetiva estatuição, a necessidade de a Assembleia Geral ser convocada exclusivamente para o efeito.

Apesar desta conclusão, ao observarmos a teleologia da norma esta parece ter total aplicação perante o caso concreto. Esta norma visa garantir que os acionistas são alertados para a importância da deliberação a que são chamados a participar, devendo ter bem presente que o exercício do seu voto poderá ter um impacto decisivo na frustração da oferta existente⁸⁹.

Esta situação ocorre claramente na fusão, uma vez que, como veremos mais à frente⁹⁰, o mais provável é a deliberação agora em questão impossibilitar de forma definitiva e irremediável a oferta, acrescentando a esta característica, a natural importância da aprovação de uma operação de fusão na vida da sociedade e os reflexos muito significativos no valor patrimonial das participações dos acionistas.

⁸⁸ Cfr. *Manual*, ob. cit., p. 602.

⁸⁹ Ver ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta*, ob. cit., p. 200.

⁹⁰ Ver. Subcapítulo 3.4.

Parece então fazer sentido que o Presidente da Mesa da Assembleia Geral, enquanto detentor da competência para convocar a Assembleia Geral, salvo nos casos previstos na lei, e embora a isso não esteja obrigado legalmente, convoque os acionistas exclusivamente para este efeito, arts. 377.º/1 e 375.º/1e 2 CSC.

A convocação exclusiva de uma Assembleia Geral para a autorização dos atos a praticar por parte do órgão de administração, merece algumas críticas de parte da doutrina e aplicáveis, também, a esta situação. Na opinião de ORLANDO VOGLER GUINÉ, a realização de Assembleias Gerais deverá obedecer ao princípio da economia de meios e a existência de outros pontos na ordem de trabalhos não impossibilita a chamada de atenção para a importância dos assuntos em discussão⁹¹.

Entende-se o ponto do Autor e num caso onde não é imposto um dever legal de convocação exclusiva é sempre possível a convocatória não o ser, mas é inegável o impacto e a chamada de atenção criada por tal convocação nos acionistas.

Pensamos ainda que a própria convocatória, nos casos em que este não seja o ponto único da ordem dos trabalhos, deve destacar de forma clara e distintiva este ponto, em termos adequados à sua importância. Esta função caberá ao Presidente da Mesa, na medida em que *“é responsabilidade sua, redigir toda a convocatória, aí inclusa a ordem do dia, de forma clara e exata”*⁹².

3.2.4 Prazo de convocação

Durante o período de inibição da sociedade visada o legislador veio reduzir o prazo mínimo de convocação para 15 dias, art. 181.º/4, a) CVM. Este já era o prazo previsto nos casos em que o projeto de fusão contenha informações consideradas pela CMVM como equivalentes às de um prospeto, mas altera o prazo de um mês a contar da data da convocatória aplicável nos restantes, respetivamente arts. 134.º/2, a) CVM e 100.º/2 CSC.

⁹¹ Ver ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta*, ob. cit., p. 199 a 202.

⁹² Cfr. PEDRO MAIA, *O Presidente da Assembleia de Sócios*, in *Problemas do Direito das Sociedades*, IDET/Almedina, Coimbra, 2002, pp. 440. Concluindo o autor que o Presidente da Mesa deverá definir a sequência dos vários pontos da ordem de trabalho, *“segundo critérios objetivos: sequência lógica dos assuntos; importância ou urgência na deliberação, etc.”*.

A intenção do legislador ao reduzir o período mínimo de convocação da Assembleia Geral, parece ter sido a de evitar o prolongamento da limitação de poderes da sociedade, minimizando assim os prejuízos que esta situação poderia causar na sociedade visada⁹³.

Sendo este o período mínimo a respeitar na convocação aquando da apresentação de um projeto de fusão na pendência de OPA para a aprovação dos acionistas, existe, em nosso entender, um aspeto merecedor de especial cuidado: o de saber se o momento da marcação da Assembleia Geral deve, ou não, ter em conta a fase em que se encontra a OPA. Por outras palavras, será ou não necessário a existência de um período de coincidência, à semelhança do previsto para as OPAs concorrentes⁹⁴, entre as duas alternativas existentes: OPA e fusão.

Ao contrário do que ocorre com as OPAs concorrentes, cujo processo está legalmente previsto, em especial nos arts. 185.º a 186.º do CVM, a simultaneidade de uma OPA e de um processo de fusão não é expressamente prevista na lei e a verdade é que estamos perante operações com processos distintos. Contudo, em nossa opinião, esta evidência não impossibilita, em abstrato, a disponibilização simultânea das duas possibilidades aos interessados.

Os momentos em que efetivamente os acionistas da sociedade visada vão ter ao seu dispor as informações suficientes para formarem a sua vontade, são o momento do lançamento da oferta, com a divulgação do anúncio de lançamento e do prospeto, e na fusão, o da publicação do projeto de fusão, dos pareceres do ROC ou SROC independente e do órgão de fiscalização da sociedade visada, potencialmente, simultâneo à divulgação da convocatória, art. 100.º/3 e 4 CSC.

⁹³ Ver ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta*, ob. cit., p. 202.

⁹⁴ É o que usualmente se denomina por princípio da coincidência das ofertas concorrentes, art. 185.º-A/3 CVM. Sobre este tema, ver HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas Concorrentes*, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 152 a 162. O princípio de igualdade de tratamento dos oferentes e a igualdade de oportunidades dos destinatários da oferta, exigem que durante determinado período estes possam escolher qual a oferta que melhor acautela os seus interesses, devendo assim existir um período de coincidência, terminando o prazo de todas as ofertas no mesmo dia.

Sendo perfeitamente possível caso a Assembleia Geral seja marcada durante o período de aceitação da oferta, enquadrado em termos genéricos entre as duas e as dez semanas e determinado em concreto pelo oferente no anúncio de lançamento, a existência de uma coincidência entre as duas alternativas, respetivamente arts. 183.º e 183.º-A/1, f) CVM.

Como formas de “ajustar” estes prazos é importante não esquecer a faculdade da CMVM, no que agora interessa, de por sua exclusiva iniciativa e quando o interesse dos destinatários o justifique, prorrogar o prazo da oferta e que na marcação da Assembleia Geral a lei apenas regula o prazo mínimo de convocação, respetivamente, arts. 183.º/2 e 182.º/4, a) CVM.

Porém, é de reconhecer que, perante um caso concreto possam existir dificuldades à coincidência dos prazos porque sendo certa a possibilidade de “ajustar” os prazos, não deixam de ser processos distintos e por vezes a celeridade da sua tramitação poderá não depender, exclusivamente, dos interessados.

A fusão está sujeita a um processo negocial e apenas os próprios envolvidos saberão qual a duração que terá, para além de poderem ser necessárias autorizações administrativas, por exemplo, a notificação prévia da AdC, sob pena de ser considerada ineficaz, arts. 36.º e ss LC⁹⁵.

O lançamento da OPA poderá estar sujeito à verificação de determinadas condições, relevando neste ponto as que se devem verificar até ao registo da oferta, as denominadas condições de lançamento. Dentro destas importa distinguir dois tipos: (i) as condições voluntárias, impostas pelo oferente ao abrigo da sua autonomia privada; (ii) as condições legais, impostas por lei de forma a assegurar a legalidade da oferta, nomeadamente, as autorizações administrativas do BdP e, como já referido na fusão, da AdC.

⁹⁵ No âmbito deste trabalho não será possível aprofundar as questões de concorrência que se colocam às concentrações de empresas, salvo as referências genéricas que faremos no subcapítulo 3.3.2.

Enquanto nas condições voluntárias está na disponibilidade do oferente a possibilidade de abdicar das mesmas, tal não ocorre nas condições legais. É impossível à CMVM registar aquela oferta sem as mesmas estarem verificadas por falta de um dos documentos legalmente exigidos à instrução do pedido de registo da oferta, arts. 115.º/1, a) e 119.º CVM.

A celeridade destas operações poderá então não depender, exclusivamente, dos seus interessados, acabando por suceder que uma operação já esteja numa fase em que foi divulgada informação suficiente para a tomada de decisão dos acionistas enquanto a outra poderá ainda estar até numa fase de alguma incerteza, inclusivamente, sobre a sua concretização.

Porém, é importante relembrar a existência de outros interesses a tutelar, embora o interesse dos acionistas seja aquele que a lei protege com maior intensidade. Lembre-se desde logo, dos efeitos prejudiciais resultantes para a sociedade visada de uma inibição excessivamente prolongada.

A evolução legislativa também parece indicar a falta de necessidade de garantir que no momento em que os acionistas deliberam a prática de um ato, suscetível de frustrar a oferta, tenham toda a informação sobre a OPA que foi anunciada.

Em decorrência da transposição da Diretiva da OPAs para o direito português⁹⁶ foi alterada a redação do art. 182.º/3, b) CVM, onde se previa a convocação da Assembleia Geral no período da oferta - ou seja após o efetivo lançamento da mesma e da divulgação do prospeto -, pela solução, atual, na qual, poderá ser convocada a todo o momento, com início na data em que o órgão de administração tenha tomado conhecimento da intenção do oferente de lançar uma oferta, nos termos do art. 182.º/1 CVM⁹⁷.

⁹⁶ Através do Decreto-lei n.º 219/2006.

⁹⁷ Sobre as críticas apontadas pela doutrina à anterior redação da norma, v. JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação*, ob. cit., p. 198, nota 46, e ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta*, ob. cit., pp. 195 a 199.

A doutrina apontava algumas críticas à anterior redação, podendo ser resumidas da seguinte forma: “*nada mais desconforme do que haver um período no qual o órgão de administração não possa praticar o acto e a assembleia não possa ser chamada a se pronunciar*”⁹⁸⁻⁹⁹. Entendem-se as críticas da doutrina, mas que não têm aplicação a este caso. Neste caso, quem tem a competência decisória, em qualquer situação, são os acionistas, concretizada através do seu direito de voto na fusão e na decisão de alienar, ou não, em OPA, razão pela qual fará sentido que estes apenas decidam num momento em que têm toda a informação sobre os dois cenários possíveis.

Em suma, a coincidência dos prazos das duas operações parece-nos possível, devendo a Assembleia Geral ser marcada, sempre que tal não implique prejuízos demasiado onerosos para a sociedade visada e/ou para o oferente, durante o período de aceitação da oferta. Esta é, em nosso entender, a melhor forma de garantir e salvaguardar os interesses dos destinatários da oferta assegurando a existência de tempo e informação suficiente para estes realizarem um juízo comparativo entre as duas operações e formem assim a sua vontade.

3.2.5 Deliberação por maioria qualificada

Por último, e como já referido, para aprovação do projeto de fusão é exigida maioria qualificada nos termos previstos para a alteração do contrato de sociedade, ou seja 2/3 dos direitos de voto presentes em Assembleia Geral, contando que, pelo menos em primeira convocação, esteja presente ou representado 1/3 do capital social da sociedade, arts. 103.º/1, 383.º/2 e 3 e 386.º/3 CSC. A exigência de tal maioria enquadra-se perfeitamente com “*o primado da decisão dos acionistas que vigora neste período sensível da actividade societária*”¹⁰⁰, sendo a mesma que se prevê para a Assembleia Geral autorizar a Administração a praticar atos suscetíveis de frustrar a oferta, respetivamente, art. 182.º/4, b) CVM.

⁹⁸ Cfr. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *A Transposição*, ob. cit., p. 35.

⁹⁹ Para uma discussão entre qual seria a melhor solução, a atual, com a restrição dos poderes do órgão de administração ou uma outra em que estes manteria a sua competência, podendo é vir a ser responsabilizados à *posteriori*, ver JENNIFER ARLEN e ERIC TALLEY, *Unregulable defenses and the perils of shareholder choice*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 152, 2003, pp. 577 a 666.

¹⁰⁰ Cfr. Parecer Genérico da CMVM, ponto 8 *in fine*.

Assim, a vontade social reforçada inerente à concretização de uma fusão é exatamente a mesma exigida aos atos suscetíveis de frustrarem a oferta, estando numa e noutra situação os interesses a proteger, nomeadamente dos acionistas minoritários, acautelados com a mesma intensidade: uma deliberação tomada pela maioria exigida para alteração do contrato de sociedade. Razão pela qual é de concluir pela inexistência, neste ponto, de qualquer obstáculo à admissibilidade de uma fusão na pendência de uma OPA.

3.3 A fusão como medida defensiva

As medidas defensivas são tratadas na maior parte das vezes na perspetiva de atos que a Administração da sociedade visada poderá praticar de forma a minimizar as hipóteses de sucesso da oferta¹⁰¹. A adoção deste tipo de atos levanta dúvidas quanto à legitimidade da Administração para os praticar devido à situação de conflito de interesses em que esta, potencialmente, se encontra e quanto à necessidade de ser respeitado o primado dos acionistas que caracteriza esta fase. Pretende-se, pois, que sejam os “donos” da sociedade a decidir se querem ou não aceitar a oferta que lhes é dirigida¹⁰².

Nas palavras de RAÚL VENTURA, “*as defesas ou não de consistir em modificar a situação apetitosa, quer alterando as características da apetecida refeição, quer aumentando os custos desta, até possivelmente a tornar proibitiva*”¹⁰³. No caso em apreço poderá dar-se até uma situação distinta: a OPA tornar-se impossível por falta de objeto, como se verá mais à frente¹⁰⁴.

Estas medidas são alvo de várias qualificações por parte da doutrina consoante o critério tido em consideração¹⁰⁵. Neste caso apenas importa referir a que é feita tendo em consideração o momento da prática do ato defensivo, respetivamente,

¹⁰¹ Sobre este tema, ver SHARON HANNES, *The Hidden Virtues of Antitakeover Defenses*, Harvard Law School, Discussion Paper n.º 354, 2002.

¹⁰² Ver LUÍS MENEZES LEITÃO, *As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VII, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, p. 57.

¹⁰³ Cf. RAÚL VENTURA, *Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Manuel Gomes da Silva*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, p. 434

¹⁰⁴ Ver subcapítulo 3.3.1.

¹⁰⁵ Para uma apresentação das várias tipologias de medidas defensivas, v. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta*, ob. cit., pp. 23 a 27.

“defesa preventiva [e] defesa no decurso dum OPA”¹⁰⁶. Como a própria denominação indica, estaremos perante uma defesa preventiva se os atos forem praticados antes do conhecimento de uma OPA e será qualificada como no decurso de uma OPA quando o ato seja praticado nesse período.

A situação que temos vindo a analisar será qualificada como uma defesa no decurso de uma OPA, tendo o legislador europeu e português optado por prever, nestes casos, a inibição dos atos dos administradores com capacidade para frustrar a oferta, sanável apenas mediante a autorização dos acionistas, art. 9.º/2 da Diretiva das OPAs e art. 182.º CVM¹⁰⁷.

Mas a principal característica deste caso concreto e que dissipa eventuais dúvidas existentes quanto à legitimidade, em abstrato, da fusão defensiva é que o ato suscetível de frustrar a oferta é praticado pelos seus próprios destinatários¹⁰⁸. São os acionistas ao decidirem entre a proposta que lhes é dirigida e a possibilidade de fazerem parte da sociedade resultante da fusão, optam por esta. É assim emitido um sinal ao oferente de que grande parte dos destinatários da oferta não a aceitarão, em resultado da maioria qualificada necessária para aprovar esta operação, podendo ainda ocorrer o caso de o registo da fusão tornar, desde logo, impossível a oferta¹⁰⁹.

Do ponto de vista do oferente, é importante salientar que esta deliberação da Assembleia Geral concede, em nossa opinião, fundamento suficiente para a CMVM autorizar, mediante pedido para o efeito por aquele apresentado, a revogação da oferta, ao estarmos perante uma alteração imprevisível e substancial das

¹⁰⁶ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da tomada*, ob. cit., p. 772.

¹⁰⁷ No âmbito deste trabalho não nos é possível tratar da regra da não oponibilidade das restrições em matéria de transmissão de valores mobiliários e direito de voto, sendo que esta diz respeito a medidas preventivas, art. 11.º da Diretiva das OPAs e art. 182.º - A CVM.

¹⁰⁸ Ver KLAUS J. HOPT, *Estudios*, ob. cit., p. 420, onde escreve este autor que “*debe considerarse también legítima una fusión defensiva, principalmente porque sobre la misma decide en cualquier caso la Junta general de accionista*”.

¹⁰⁹ Veja-se o que escreve LUÍS MENEZES LEITÃO sobre a necessidade de as medidas defensivas praticadas pelo órgão de administração serem aprovadas pelos acionistas, mas com total aplicação ao caso concreto: “*como donos da empresa, devem ser estes a avaliar as condições da oferta, decidindo sobre se esta justifica ou não medidas defensivas, mas também quais as que podem ser lançadas*”, cfr. *As medidas*, ob. cit., p. 67.

circunstâncias, cognoscível dos seus destinatários¹¹⁰ e que excede os riscos inerentes à mesma, art. 128.^o¹¹¹ e 130.^o CVM.

Vejamos então as consequências que tal decisão poderá ter nas probabilidades de (in)sucesso da OPA.

3.3.1 Extinção da sociedade visada

No caso de estarmos perante uma fusão por criação de uma nova sociedade ou na modalidade de fusão por incorporação, e a sociedade visada seja a incorporada, o registo da fusão terá como efeito, respetivamente, a extinção de todas as sociedades envolvidas no processo de fusão ou da sociedade incorporada, transmitindo-se de forma universal o património das mesmas para a sociedade resultante da fusão, tornando-se os sócios das sociedades extintas sócios desta, art. 112.^o CSC¹¹².

Perante tais efeitos, o impacto da concretização da fusão na oferta é evidente, torna-se impossível por falta de objeto. As participações sociais da sociedade visada, objeto da oferta, extinguem-se, frustrando de forma definitiva e irremediável o sucesso da mesma. Como escreve RAÚL VENTURA, por efeito da fusão, “*extingue-se a pessoa jurídica, extinguem-se as relações de sociedade entre sócios; extinguem-se as participações dos sócios nessas sociedades*”¹¹³.

¹¹⁰ Mesmo quando o oferente não o refira expressamente no anúncio preliminar parece difícil que se possa considerar que a ocorrência de uma fusão envolvendo a sociedade visada, com as alterações que tal implica ao nível patrimonial e pessoal na sociedade, não seja um acontecimento cognoscível para os destinatários como tendo alterado as circunstâncias em que o oferente fundou a sua decisão. Acresce que da informação preparatória da Assembleia Geral, em nosso entender, deverá constar a informação sobre o impacto que a deliberação poderá ter na oferta.

¹¹¹ Para um exemplo concreto da previsão desta situação no anúncio preliminar, ver ponto 14., a), (iv) do anúncio preliminar de lançamento de oferta pública geral e voluntária anunciada pelo *Caixa Bank* sobre as participações do BPI, divulgado ao mercado a 17 de fevereiro de 2015.

¹¹² A posição maioritária da doutrina entende que a fusão tem como efeito a extinção das sociedades incorporadas ou de todas as que dão origem a uma nova, ver por todos RAÚL VENTURA, *Fusão*, ob. cit., pp. 221 a 235 e DIOGO COSTA GONÇALVES, *Fusão*, ob. cit., em especial, pp. 117 e 118. No entanto é de apontar a posição divergente de JORGE PINTO FURTADO, que considera que “*as sociedades fundidas, efetivamente, não se extinguem; apenas se dissolvem nas sociedades beneficiárias, à imagem de um torrão de açúcar que se lance no café*”, cfr. ob. cit., p. 554.

¹¹³ Cfr. RAÚL VENTURA, *Fusão*, ob. cit., p. 230.

Mesmo quando a fusão não tenha como efeito a extinção da sociedade, as possibilidades da oferta vir a ser bem sucedida reduzem-se drasticamente, como veremos de seguida.

3.3.2 Dificuldades acrescidas para o oferente em resultado do aumento da base acionista e patrimonial da empresa

Caso a modalidade de fusão adotada seja a da fusão por incorporação e a sociedade visada seja a incorporante, esta continua a existir, apesar das relevantes alterações no seu património (passará a incluir o património da incorporada) e no seu substrato pessoal (passam a ser acionistas da sociedade visada os acionistas da sociedade incorporada).

Esta alteração terá um impacto muito significativo na oferta, devido à alteração do património em que o oferente fundou a sua decisão de lançar a oferta e ao aumento do número de acionistas da visada. Como já anteriormente apontado, o aumento de capital¹¹⁴ que ocorre na maior parte dos casos em que se dá uma fusão, acarreta um aumento proporcional nos custos da oferta e uma reorganização da estrutura acionista da sociedade visada¹¹⁵. Mesmo quando a sociedade incorporante ofereça aos acionistas da sociedade incorporada ações próprias, o impacto patrimonial e na estrutura acionista da sociedade continuarão a existir.

As dificuldades para o oferente passam a ser bastante mais elevadas e as probabilidades da oferta ser bem sucedida reduzem-se drasticamente. Poderá suceder, em resultado da alteração patrimonial ocorrida, que o oferente deixe de ter capacidade financeira para manter a oferta ou interesse, nomeadamente, porque dificilmente obterá autorização da AdC para realizar essa concentração económica, em face das alterações ocorridas, mediante a criação de obstáculos jusconcorrenciais.

¹¹⁴ Sobre as deliberações sociais de aumento de capital das sociedades abertas, abordando em especial o caso da fusão por incorporação, ver RAFAELA ROCHA, *As Deliberações Sociais de Aumento de Capital Social de Sociedades Abertas*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 11, agosto, 2001.

¹¹⁵ Ver JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação*, ob.cit., p. 194.

3.3.3 Criação de obstáculos jusconcorrenciais

No direito da concorrência, a intervenção do legislador perante uma operação de concentração de empresas¹¹⁶ é “*uma intervenção ex ante, que visa evitar que de uma concentração [...] (i) nasça uma posição dominante susceptível de entravar a concorrência num determinado mercado ou (ii) resulte uma redução substancial do nível de concorrência existente no mercado*”¹¹⁷.

Assim, as concentrações económicas que preenchem determinadas condições previstas na lei estão sujeitas a notificação prévia à AdC, de forma a permitir uma análise aos impactos da mesma no mercado, art. 37.º da LC.

A fusão pode ser utilizada como medida defensiva de uma OPA hostil¹¹⁸, com vista a que o aumento da quota de mercado da sociedade visada (passará a incluir a quota da sociedade incorporante e a da sociedade incorporada) possa impossibilitar a ocorrência de uma nova concentração¹¹⁹.

Imaginemos o caso em que todas as sociedades, oferente e sociedades envolvidas no processo de fusão, atuam no mesmo mercado relevante e com o mesmo objeto de atividade. Neste caso iria ocorrer uma primeira concentração horizontal entre as sociedades fundidas, o que poderia invalidar a possibilidade de existir nova concentração económica, concretizada através da OPA sobre a sociedade visada que agora tinha incorporado uma outra sociedade.

Em face da concentração anteriormente ocorrida, aumentam as probabilidades de a AdC vir a considerar¹²⁰, tendo em conta os interesses dos consumidores e as

¹¹⁶ Esta é a expressão utilizada pela LC e que abrange vários tipos de concentração, sendo neste âmbito relevantes a OPA e a fusão, abrangidas respetivamente pelas alíneas a) e b) do número 1 do art. 36.º.

¹¹⁷ Cfr. MIGUEL GORJÃO-HENRIQUES, *Aquisição de empresas no direito da concorrência*, in *Aquisição*, ob. cit., p. 265.

¹¹⁸ Ver ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta*, ob. cit., pp. 38 e 39.

¹¹⁹ Sobre a necessidade de a fusão estar sujeita à autorização prévia da AdC, v. PAULO OLAVO CUNHA, ob. cit., p. 897.

¹²⁰ Sobre as três possibilidades de decisão da AdC, aprovar, não aprovar e aprovar com compromissos, ver PEDRO PITA BARROS, *Art. 41.º*, in *Lei da Concorrência Comentário Conimbricense* (coord. CAROLINA CUNHA, MIGUEL GORJÃO-HENRIQUES, JOSÉ LUÍS DA CRUZ VILAÇA, GONÇALO ANASTÁCIO e MANUEL LOPES PORTO), Almedina, Coimbra, 2013, pp. 451 e 452.

necessidades de preservação e desenvolvimento do mercado, não estarem reunidas as condições para que a (segunda) operação de concentração ocorra, impondo ao oferente a adoção de determinadas medidas que se revelem demasiado onerosas, como por exemplo, alienação de ativos relevantes, ou acabe, após investigação aprofundada, por proibir aquela concentração, quando a considere suscetível de criar entraves significativos no mercado art. 53.º/1, b) LC.

3.4 Síntese conclusiva

A OPA e a fusão constituem duas das mais importantes técnicas de concentração económica. Na tipificação legal dos seus regimes o legislador tem em consideração as suas características genéricas, as funções com que usualmente são utilizadas e os propósitos que lhes estão subjacentes. Porém, podem sempre existir casos em que a forma como são utilizadas e os objetivos subjacentes acarretam especiais dificuldades.

É o que sucede quando subjacente a uma operação de fusão, ou a qualquer outro processo de reorganização societária¹²¹, esteja não apenas a tentativa de apreensão das vantagens tipicamente inerentes àquela operação mas, também, o propósito de evitar o sucesso de uma OPA.

A Administração da sociedade visada deverá sempre respeitar os deveres a que está adstrita, em especial o dever de lealdade para com os acionistas. Especialmente relevante é, também, que trate todos aqueles que apresentam alternativas para a sociedade da mesma forma, nomeadamente, ao nível informativo¹²².

Porém, estes deveres em nada impedem o órgão de administração, antes pelo contrário, podem até impor a procura de alternativas que salvaguardem da melhor forma os interesses dos acionistas. Quando acabe por concluir que uma fusão é a

¹²¹ Ver PAULO CÂMARA, *Manual*, ob. cit., p. 602.

¹²² Ver Parecer Genérico da CMVM, ponto II. 3.

melhor alternativa para os acionistas, deve apresentá-la, sobre forma de projeto, aos acionistas para que sejam estes a decidir qual a melhor opção¹²³.

A situação em que se encontra a Administração da sociedade visada não impede que esta pratique os atos que são da sua competência inerentes a um processo de fusão, que se concretizam em: (i) procurar alternativas para a sociedade; (ii) negociar os seus termos; (iii) elaborar e deliberar o *projeto* de fusão a submeter à Assembleia Geral.

Em geral, e apesar de estarmos perante conceitos indeterminados que como tal exigem o preenchimento à luz do caso concreto, consideramos que estes atos não revestem, pelo menos um dos requisitos cumulativos previstos na lei, o de serem suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada, não estando por isso abrangidos pela regra da não frustração.

O ato decisivo na frustração da oferta é, sim, a deliberação da Assembleia Geral, ou seja, praticado pelos destinatários da oferta, não existindo qualquer dúvida acerca da sua competência em fazê-lo.

Especialmente relevante neste ponto parece-nos ser a informação a disponibilizar aos acionistas, simultaneamente destinatários da oferta, de forma a garantir uma “*comparabilidade informativa*”¹²⁴ entre as alternativas.

Esta comparabilidade não será prejudicada por, potencialmente, serem operações em que a contrapartida oferecida é de natureza distinta, dinheiro na OPA e ações na fusão. Já o momento temporal em que as decisões são tomadas, poderá levantar maiores dificuldades. Como tentámos demonstrar, não existe uma impossibilidade *ab initio* de proceder à compatibilização dos prazos das duas ofertas.

Contudo, não deixam de ser duas operações com processos distintos e cuja tramitação poderá, por vezes, depender de terceiros¹²⁵. Como formar de mitigar estas

¹²³ Ver KLAUS J. HOPT, *Estudios*, ob. cit., p. 420.

¹²⁴ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual*, ob. cit., p. 602.

dificuldades temporais, há que lembrar a possibilidade da CMVM de, no interesse dos investidores, prorrogar a oferta, sendo o prazo legal de convocação um prazo mínimo.

Assim, perante as normas e os princípios potencialmente convocáveis para a regulação desta hipótese concreta, que constitui o aspeto central do nosso trabalho, concluímos vigorar um princípio de admissibilidade genérica de apresentação de um projeto de fusão na pendência de uma OPA. Porém, tal não impede que existam circunstâncias em que, analisando o contexto do caso em apreço, nomeadamente: (i) a finalidade com que a fusão é utilizada; (ii) quem é a pessoa que apresenta a “proposta” de fusão, (iii) o momento temporal em que a mesma é apresentada, a conclusão seja, em sentido diverso, pela sua inadmissibilidade.

Por essa razão, analisaremos, ainda que brevemente, o “caso Cimpor” de forma a tentar desvendar quais os motivos subjacentes à decisão da CMVM pela inadmissibilidade da apresentação daquele “projeto de fusão” na pendência da OPA.

¹²⁵ Pense-se no caso da autorização da AdC. Pode suceder que o oferente seja uma sociedade que pretende a aquisição para iniciar a sua atividade naquele setor, não estando assim em princípio sujeita a autorização, mas que a sociedade que se pretende fundir já exerça uma atividade no mesmo mercado relevante, necessitando assim de autorização, ou o inverso.

4. Breve análise às características do projeto de fusão apresentado pela Camargo Corrêa à CIMPOR

Sem prejuízo da admissibilidade genérica da apresentação de um projeto de fusão na pendência de uma OPA, anteriormente concluída, no caso ora em análise a decisão da CMVM foi a de ordenar a sua retirada. Assim, o que tentaremos fazer, ainda que brevemente, é apresentar as características do caso concreto que podem ter estado na base da decisão do supervisor de forma a identificar de forma mais clara os termos da admissibilidade.

A Companhia Siderúrgica Nacional (“CSN”), anunciou o lançamento de uma OPA geral e voluntária sobre a Cimpor no dia 18 de dezembro de 2009. O conselho de administração da sociedade visada veio no seu relatório sobre a oportunidade e as condições da oferta qualificar a mesma como *“hostil porque oportunística, irrelevante e perturbadora da actividade da empresa”*¹²⁶.

No dia 13 de Janeiro de 2010, a Cimpor divulgou através do SDI ter recebido uma *“proposta de fusão, preliminar e não vinculativa”*¹²⁷, da Camargo Corrêa, S.A. (“CC”). A CC apresentava os termos da fusão da seguinte forma:

*“-Fusão entre a sua participada portuguesa, Camargo Corrêa Portugal, SGPS, S.A. – que deterá a Camargo Corrêa Cimentos - e a CIMPOR;
-Por via da fusão, integração da Camargo Corrêa Cimentos na CIMPOR;
-No âmbito da fusão, distribuição aos demais accionistas da CIMPOR (excluindo o Grupo Camargo Corrêa), de um dividendo extraordinário no valor global de até € 350 milhões, através de uma capitalização da Camargo Corrêa Cimentos para o efeito levada a cabo pelo Grupo Camargo Corrêa;
-Detenção pelo Grupo Camargo Corrêa de uma participação necessariamente inferior a 50% do capital social e dos votos da CIMPOR uma vez concluído, na sua totalidade, o processo de fusão”*¹²⁸.

¹²⁶ Cfr. página 3 do relatório do conselho de administração da Cimpor sobre a oportunidade e as condições da Oferta da CSN, divulgado a 7 de janeiro de 2010.

¹²⁷ Cfr. comunicado da Cimpor divulgado ao mercado no dia 13 de janeiro de 2010.

¹²⁸ Cfr. comunicado da Cimpor divulgado ao mercado no dia 13 de janeiro de 2010.

Fundamental é ter presente que a proposta de fusão apresentada estava ainda sujeita à verificação de uma condição suspensiva a esta operação: a aquisição por parte da CC de participações sociais, entre os 15% e os 25%, da Cimpor. De acordo com o divulgado esta aquisição não ocorreria através de oferta pública nem necessariamente em mercado¹²⁹.

A posição da CMVM face a esta comunicação não foi a de exigir de forma imediata a retirada da oferta, por se tratar de uma intenção ilegítima e incompatível com a OPA preliminarmente anunciada pela CSN, mas a de pedir esclarecimentos quanto aos termos propostos. Requereu assim à proponente os seguintes esclarecimentos: “*a) o sentido da expressão “oferta não vinculativa” constante da proposta; b) e sobre a eventual subordinação da proposta de fusão do oferente a uma condição eventualmente dependente de facto próprio (a aquisição de uma participação no capital social da CIMPOR de entre 15% e 25%)*”¹³⁰.

Quanto à primeira questão, a CC explicou o termo utilizado pela necessidade de ser conduzido um processo negocial entre o seu conselho de administração e o da Cimpor de forma a concretizar e densificar os termos em que a fusão efetivamente se realizaria¹³¹. Já a segunda resposta levantou mais dúvidas, uma vez que a proponente considerou que a aquisição das participações sociais e a fusão eram, para si, “*operações indissociáveis*”¹³².

A *ratio* da indissociabilidade entre a operação de fusão e a aquisição das participações parecia ser a de garantir à Camargo Corrêa o *controlo* da Cimpor, ainda que detendo uma participação inferior ao patamar de metade dos direitos de voto¹³³.

¹²⁹ Sobre as ofertas realizadas fora de mercado é importante ter presente o recente caso em que a CMVM ordenou a retirada da oferta vinculativa apresentada pela UnitedHealth Group Incorporated (“UHG”), à controladora da Espírito Santo Saúde, SGPS, S.A., sendo que no momento em que tal proposta foi anunciada já não poderia ser formulada como oferta concorrente. Ver o anúncio divulgado pela UHG a 7 de outubro de 2014 e o comunicado da CMVM de 9 de outubro de 2014.

¹³⁰ Cfr. pedido de esclarecimento da CMVM do dia 13 de janeiro de 2010.

¹³¹ Ver resposta da CC ao pedido de esclarecimento da CMVM, divulgado em 14 de janeiro de 2010.

¹³² Cfr. resposta da CC ao pedido de esclarecimento da CMVM, divulgado em 14 de janeiro de 2010.

¹³³ Lembre-se que o legislador para efeitos do dever de lançamento de OPA presume o domínio sobre uma sociedade aberta quando é ultrapassado o patamar de um terço dos direitos de voto, art. 187.º.

Em rigor, neste caso concreto, não se tratava apenas da apresentação de uma proposta de fusão na pendência de OPA. A finalidade imediata da operação seria a *tomada do controlo* da Cimpor por parte da CC, por via da obtenção das participações necessárias para o efeito através das ações atribuídas em decorrência da execução da operação de fusão, às quais acresceriam as adquiridas em condições que só em circunstâncias especiais o oferente inicial poderia obter.

O oferente, na pendência da oferta apenas pode adquirir fora de mercado os valores mobiliários que dela são objeto, mediante autorização da CMVM e com parecer prévio da sociedade visada, art. 180.º/1, a) do CVM. Esta diferença parece colocar em causa a igualdade de tratamento que deve existir entre os dois “oferentes” que apresentam alternativas para a sociedade.

O entendimento da CMVM parece ter sido o de que a proponente utilizou uma proposta de fusão e uma aquisição para alcançar o mesmo fim que pretendia alcançar o oferente inicial, mas “*fugindo*” à aplicação do regime das ofertas concorrentes.

Não se conhecem em pormenor as particularidades do caso para saber quais as razões em concreto que levaram à preferência da CC por esta alternativa e não por uma OPA concorrente, mas, em abstrato, poderão ter sido a falta de disponibilidades financeiras no imediato, uma vez que poderia não ter liquidez para oferecer uma contrapartida em dinheiro em dois por cento superior à oferecida pela CSN, e/ou não conseguir cumprir os prazos exigidos neste regime, art. 185.º-A/1 CVM.

O supervisor parece ter entendido que se tratava de uma utilização “abusiva” e formalmente artificial da operação de fusão, utilizada para atingir um fim, a *aquisição de controlo*, que naquele contexto concreto poderia (ou deveria) ser alcançado, em benefício dos acionistas, do mercado e da transparência, através do lançamento de OPA concorrente.

Por último, é importante salientar que esta decisão da CMVM não é suficiente para que se possa afirmar, como regra, a inadmissibilidade da apresentação de um projeto de fusão na pendência de OPA. A decisão de um caso concreto depende

sempre das particularidades do mesmo, tendo neste sido decisivas as condições a que o oferente sujeitou a operação¹³⁴.

Acresce que a recente posição do supervisor perante a sugestão de um acionista do BPI de que a administração deste e a do BCP iniciem negociações tendo em vista a fusão parece indicar que considera admissível, em abstrato, a simultaneidade de uma OPA com uma fusão¹³⁵. Caso não o entendesse e a sua posição fosse de proibição absoluta já deveria ter esclarecido essa impossibilidade, uma vez que o mercado já incorporou tal informação e é preciso não esquecer que a CMVM é também responsável pela supervisão da informação no mesmo, art. 358.º, c) CVM.

¹³⁴ Em sentido contrário, ver JOÃO CUNHA VAZ, *A Opa e o Controlo Societário – A Regra de Não Frustração*, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 252 e 253. Este autor entende que a “*posição da CMVM poderá mesmo ter feito jurisprudência na defesa das OPA*”, embora sem abordar as particularidades do caso concreto, como entendemos necessário.

¹³⁵ Tendo inclusivamente solicitado ao BPI que divulgasse a carta que tinha recebido do acionista que demonstrou o interesse, conforme divulgado ao mercado no dia 3 de março de 2015.

5. Conclusões

- i. Nos casos em que o legislador qualifica a fusão como oferta pública, tem em consideração os valores mobiliários que vão ser distribuídos aos acionistas em execução da operação, devendo por isso esta ser qualificada como oferta pública de distribuição e não de aquisição.
- ii. O lançamento de uma OPA cuja finalidade seja a obtenção do controlo da sociedade coloca os administradores da sociedade visada numa situação de, potencial, conflito de interesses, justificando-se assim as inibições que são colocadas à sua competência e que esta fase se caracterize pelo primado dos acionistas.
- iii. Os deveres fiduciários a que estão sujeitos os membros do órgão de administração da sociedade visada impõem, a necessidade de considerar todas as alternativas apresentadas. Não será apenas pela apresentação do projeto de fusão como alternativa à OPA inicialmente lançada, que esta será qualificada como hostil, tudo dependendo da informação prestada pelo órgão de administração aos acionistas. Fundamental é que sejam estes a decidir qual a alternativa mais adequada aos seus interesses.
- iv. O dever fiduciário de lealdade a que nos termos gerais os administradores estão sujeitos, é concretizado na pendência da OPA. É, assim, exigido que estes atuem tendendo em conta os interesses dos destinatários da oferta, o que pode implicar a prática de certos atos mas, também, que se abstenham de praticar atos que tenham a capacidade de frustrar a oferta.
- v. No que toca à competência da Administração da sociedade visada, a regra da não frustração apenas incide sobre os atos que sejam da sua competência e que revistam os seguintes três requisitos cumulativos: (i) sejam suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada; (ii) não se reconduzam à gestão normal da sociedade; (iii) afetem de modo significativo os objetivos do oferente.
- vi. Os atos que são da competência do conselho de administração no processo de OPA não estão, tendencialmente, abrangidos pela regra da não frustração da

oferta, desde logo, porque dificilmente serão suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade.

- vii.** O ato suscetível de frustrar a oferta é a deliberação da Assembleia Geral da sociedade visada em que a fusão é aprovada, pela maioria exigida para alteração dos estatutos da sociedade, sendo esta perfeitamente coerente com o primado acionista que vigora nesta fase.
- viii.** Tendo em consideração a importância da deliberação e o impacto que terá na oferta em curso, o Presidente da Mesa da Assembleia Geral deverá, também neste caso, convocar exclusivamente os acionistas para este efeito.
- ix.** O essencial é que se assegure a existência de uma comparabilidade informativa, que permita aos destinatários da oferta tomar a sua decisão de modo esclarecido, não sendo a diferente natureza da contrapartida um obstáculo a tal necessidade.
- x.** Os processos de OPA e de fusão podem, em abstrato, ser coordenados permitindo aos acionistas ter toda a informação disponível no momento em que decidem qual das duas opções melhor protege os seus interesses.
- xi.** Para este efeito, é relevante a faculdade de a CMVM prorrogar o prazo da oferta, no interesse dos investidores, bem como o Presidente da Mesa da Assembleia Geral apenas estar vinculado a um prazo mínimo de convocação, art. 182.º/4, a) CVM.
- xii.** No caso estudado, a decisão da CMVM de ordenar a retirada da proposta de fusão deveu-se às condições a que o proponente sujeitava a proposta de fusão, nomeadamente, à indissociabilidade entre a fusão e a aquisição de participações em termos que só excepcionalmente estariam ao dispor do oferente inicial.
- xiii.** Perante as normas e os princípios potencialmente convocáveis para a regulação desta hipótese concreta, concluímos vigorar um princípio de admissibilidade genérica de apresentação de um projeto de fusão na pendência de uma OPA.

Bibliografia

- ABREU, J. COUTINHO DE (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. I, Almedina, Coimbra, 2011;
- ABREU, J. COUTINHO DE (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. II, Almedina, Coimbra, 2011;
- ANDRADE, GREGOR / MITCHELL, MARK L. / STAFFORD, ERIK, *New Evidence and Perspective on Mergers*, in *Harvard Business School*, Working Paper n.º 01-070, 2001, (última vez consultado a 22/04/2015, em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=269313);
- ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, *Contratos I*, 5ª Edição, Almedina, Coimbra, 2013;
- ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, *OPA Obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, in *Estudos do Instituto de Valores Mobiliários*, 2013, (última vez consultado a 22/04/2015, em: <http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/index.php?p=11>);
- ARLEN, JENNIFER / TALLEY, ERIC, *Unregulable defenses and the perils of shareholder choice*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 152, 2003, pp. 577 a 666, (última vez consultado a 22/04/2015, em: <http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1190&context=facpubs>);
- BAPTISTA, DANIELA FARTO, *O Direito de Exoneração dos Accionistas: das suas causas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2005;
- BÖCKLI, PETER / DAVIES, PAUL L. / FERRAN, EILIS / FERRARINI, GUIDO A. / GARRIDO GARCIA, JOSÉ M. / HOPT, KLAUS J. / PIETRANCOSTA, ALAIN / PISTOR, KATHARINA / SKOG, ROLF / SOLTYSINSKI, STANISLAW / WINTER, JAAP W. / WYMEERSCH, EDDY, *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*, Oxford Legal Studies Research Paper No. 5/2014, 2014, (última vez consultado a 22/04/2015, em: <http://ssrn.com/abstract=2362192>);
- BREALEY, RICHARD A. / MYERS, STEWART C. / MARCUS, ALAN J., *Fundamentals of Corporate Finance*, 7.ª ed., McGraw-Hill Irwin, New York, 2012;
- CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2011;
- CÂMARA, PAULO / BASTOS, MIGUEL BRITO, *O direito da aquisição de empresas: uma introdução*, in *Aquisição de Empresas* (coord. PAULO CÂMARA), Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 13 a 64;
- CARREIRO, SOFIA, *A fusão* in *Aquisição de Empresas* (coord. PAULO CÂMARA), Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 127 a 155;

- CMVM, *Parecer genérico sobre os deveres de comportamento na pendência de Oferta Pública de Aquisição*, (última vez consultado a 22/04/2015, em: <http://www.cmvm.pt/cmvm/recomendacao/pareceres/pages/20060321.aspx>);
- CMVM, *Relatório Final da Consulta Pública n.º 11/2005 sobre Ante-Projeto de Diploma de Transposição da Diretiva das OPA*, (última vez consultado a 22/04/2015, em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Pages/consulta_cmvm20051108.aspx);
- COMISSÃO EUROPEIA, *Report from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*, COM (2012) 347 final de 28 de junho de 2012, (última vez consultado a 22/04/2015, em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf);
- COUTO, ANA SÁ, *Breve Comentário à Transposição da Diretiva das OPA*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 25, dezembro, 2006, pp. 70 a 78, (última vez consultado a 22/04/2015, em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/f2ebc703633e430a8745f3cecd35576cDossier4.pdf>);
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa*, in *Revista da Ordem de Advogados*, n.º 54, 1994, pp. 761 a 777, (última vez consultado a 22/04/2015, em: <http://www.oa.pt/upl/%7B0465e24a-e154-4d0d-92ac-ba3d105d3dc6%7D.pdf>);
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Ofertas Públicas de Aquisição*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, pp. 267 a 290;
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *OPAs Obrigatórias: Pressupostos e Consequências da sua Não-realização*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, ano III (2011), n.º 4, pp. 927 a 984;
- CUNHA, CAROLINA / GORJÃO-HENRIQUES MIGUEL / VILAÇA, JOSÉ LUÍS DA CRUZ / ANASTÁCIO, GONÇALO / PORTO MANUEL LOPES (coord.), *Lei da Concorrência Comentário Conimbricense*, Almedina, Coimbra, 2013;
- CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª Edição, Almedina, 2012;
- ENRIQUES, LUCA, *European Takeover Law: The case for a Neutral Approach*, in *Criminology & Socio-Legal Studies*, Reserch Paper n.º 24/ 2010, 2010, (última vez consultado a 22/04/2015, em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1523307);
- FERREIRA, AMADEU JOSÉ, *Direito dos Valores Mobiliários*, Associação Académica da Faculdade Direito de Lisboa, Lisboa, 1997;

- FERREIRA, JULIANO, *Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição* in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, ano 3, vol. 6, outubro 2011, pp. 189 a 224;
- FERREIRA, MANUEL REQUICHA, *OPA Concorrente*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. X, Coimbra Editora, Lisboa, 2011;
- FURTADO, JORGE HENRIQUE PINTO, *Curso de Direito das Sociedades*, 5.^a Edição, Almedina, Coimbra, 2004;
- GARCIA, AUGUSTO TEIXEIRA, *Da Oferta Pública de Aquisição e o seu Regime Jurídico*, *Studia Iuridica*, n.º 11, Coimbra Editora, Coimbra, 1995;
- GERNER-BEURLE, CARSTEN / KERSHAW DAVID / SOLINAS, MATTEO, *Is the Board Neutrality Trivial? Amnesia About Corporate Law in European Takeover Regulation*, LSE Legal Studies Working Paper n.º 3/2011, (última vez consultado a 22/04/2015, em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1799291)
- GOMES, FÁTIMA, *Reflexões em torno dos deveres fundamentais dos membros dos órgãos de gestão (e fiscalização) das sociedades comerciais à luz da nova redação do artigo 64.º do CSC*, in *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais. Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando Carvalho*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 551 a 569;
- GONÇALVES, DIOGO COSTA, *Fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais: a posição jurídica dos sócios e a delimitação do Statuo Viae*, Almedina, Coimbra, 2008;
- GONÇALVES, DIOGO COSTA *Direitos Especiais e o Direito de Exoneração em Sede de Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais*, in *O Direito*, ano 138, II, 2006, pp. 313 a 362;
- GORJÃO-HENRIQUES, MIGUEL, *Aquisição de empresas no direito da concorrência*, in *Aquisição de Empresas* (coord. PAULO CÂMARA), Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 263 a 312;
- GUINÉ, ORLANDO VOGLER, *A Transposição da Directiva 2004/25/CE e a Limitação dos Poderes do Órgão de Administração da Sociedade Visada*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 22, Dezembro 2005, pp. 21 a 46, (última vez consultado a 22/04/2015, em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/9c245dafa8f04826bd6881758bde2f2OrlandoGuin%C3%A9.pdf>);
- GUINÉ, ORLANDO VOGLER, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Almedina, Coimbra, 2009;
- HANNES, SHARON, *The Hidden Virtues of Antitakeover Defenses*, Harvard Law School, Discussion Paper n.º 354, 2002, (última vez consultado a 22/04/2015, em: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/354.pdf);

- HOPT, KLAUS, *A Harmonização do Regime das Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) na Europa*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 215 a 239;
- HOPT, KLAUS J., *Estudios de Derecho de Sociedades y del Mercado de Valores* (coord. SANTIAGO ANIBARRO), Marcial Pons, Madrid, 2010;
- JÚDICE, JOSÉ MIGUEL / ANTAS, MARIA LUÍSA / FERREIRA, ANTÓNIO ARTUR / PEREIRA, JORGE BRITO, *OPA – Ofertas Públicas de Aquisição (Legislação comentada)*, Económico Semanário, Lisboa, 1992;
- LEITÃO, LUÍS MENEZES, *A responsabilidade civil no âmbito de O.P.A.*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 111 a 125;
- LEITÃO, LUÍS MENEZES, *As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VII, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 57 a 76;
- MAIA, PEDRO, *O Presidente da Assembleia de Sócios*, in *Problemas do Direito das Sociedades*, IDET/Almedina, Coimbra, 2002, pp. 421 a 468;
- MAUL, SILJA / MUFFAT-JEANDET, DANIELÈLE / SIMON, JOËL (coord.), *Takeover bids in Europe: the Takeover Directive and its implementation in the Members States*, Memento Verlag, Freiburg, 2008;
- MCCAHERY, JOSEPH A. / VERMEULEN, ERIK P.M., *Does the Takeover Bids Directive Need Revision?*, Tilburg Law School Legal Studies, School Research Paper n.º 005/2010, 2010, (última vez consultado a 22/03/2015, em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1547861&download=yes);
- MUCCIARELLI, FEDERICO, *White Knights and Black Knights – Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of “Target” Companies ?-*, 2006, (última vez consultado a 22/04/2014, em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=910220);
- PAPADOPULOS, THOMAS, *The mandatory provisions of the Takeover Bid Directive and their deficiencies*, in *Law and Financial Markets Review – LFMR*, vol. 1, n.º 6, (2007), pp. 525 a 533, (última vez consultado a 22/04/2014, em: <http://ssrn.com/abstract=1088894>);
- PARTNERS, MARCUS / CEPS, *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 2012, (última vez consultado a 22/04/2015, em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf);
- PEREIRA, JORGE BRITO, *A OPA Obrigatória*, Almedina, Coimbra, 1998;
- PEREIRA, JORGE BRITO, *A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, pp.175 a 202

- PEREIRA, JOSÉ NUNES, *O regime jurídico das ofertas públicas de aquisição no recente código do mercado de valores mobiliários: principais desenvolvimentos e inovações*, in *Revista da Banca*, n.º 18, abril/junho de 1991;
- PINTO, FREDERICO DE LACERDA DA COSTA / VEIGA, ALEXANDRE BRANDÃO DA, *Natureza, limites e efeitos das recomendações e pareceres genéricos da CMVM*, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 12, dezembro, 2001, pp. 273 a 285 (última vez consultado a 22/04/2015, em http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/3cafe27dbcbc45d585977fba05ace82enatureza_limites.pdf);
- ROCHA, RAFAELA, *As Deliberações Sociais Sociais de Aumento de Capital Social de Sociedades Abertas*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 11, agosto, 2001 (última vez consultado a 22/04/2015, em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/db171605e76649ea9cbb97a8dbcac7f2DeliberacoesSociais.pdf>);
- RUSSO, FÁBIO DE CASTRO, *Fusão Cisão de Sociedades (Portugal)*, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (obra coletiva coord. FÁBIO ULHOA COELHO e MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 589 a 614;
- SANTOS, HUGO MOREDO, *As Ofertas Concorrentes*, Coimbra Editora, Coimbra, 2008;
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *OPA abusiva*, in *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, 2001, pp. 61 a 81;
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Fusão de sociedades, acordo de voto e obrigatoriedade de OPA*, in *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, 2001, pp. 36 a 59.
- SILVA, PAULA COSTA E, *Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos* in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 325 a 342;
- SOARES, ANTÓNIO / OLIVEIRA, RITA, *Os deveres do órgão de administração da sociedade visada na pendência de uma Oferta Pública de Aquisição*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. I, Almedina, 2011, pp. 861 a 877;
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Concertação de acionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*, in *Direito das Sociedades em Revista – Ano 2* (março de 2010), vol. 3, Almedina, Coimbra, cfr. p. 11 a 48;
- VAZ, JOÃO CUNHA, *As OPA na União Europeia face ao Novo Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2000;
- VAZ, JOÃO CUNHA, *A OPA e o Controlo Societário – A Regra de Não Frustração*, Almedina, Coimbra, 2013;

- VENTURA, RAÚL, *Fusão Cisão e Transformação de Sociedades: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1990;
- VENTURA, RAÚL *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992;
- VENTURA, RAÚL, *Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Manuel Gomes da Silva*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, pp. 265 a 455;
- WYMEERSCH, EDDY, *A New Look at the Debate About the Takeover Directive*, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-05, Ghent University, 2012 (última vez consultado a 22/04/2015, em: <http://ssrn.com/abstract=1988927>);
- XAVIER, PEDRO VIEIRA DA GAMA LOBO, *A avaliação de sociedades comerciais num processo de fusão*, in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Ano L, n.º 3-4, Almedina, julho-dezembro, 2009, pp. 157 a 220.

Documentos das operações referidas no texto

Todos os documentos referidos nesta seção foram consultados *online* pela última vez a 22 de abril de 2015.

-Fusão por incorporação da Optimus – SGPS, S.A. na Zon – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A.:

- Documentos da operação disponíveis em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Apoio%20ao%20Investidor/Operacoes/Pages/Opera%C3%A7%C3%A3odeFus%C3%A3oentreaZonaOptimus.aspx>
- Comunicado de 14 de dezembro de 2012, a divulgar o acordo dos acionistas para promoverem junto das administrações das sociedades a fusão: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR42711.pdf>
- Projeto de fusão: <http://www.cmvm.pt/CMVM/SDI/Emitentes/Documents/1.%20projecto%20de%20fus%C3%A3o.pdf>

- OPA geral e voluntária, anunciada pelo CaixaBank, S.A., sobre o Banco BPI, S.A., em 17 de fevereiro de 2015:

- Documentos da operação disponíveis em: http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/emit_opas.cfm?num_ent=%23%224S%5D%0A
- Anúncio preliminar, divulgado a 17 de fevereiro de 2015: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd31518.pdf>

- Comunicado divulgado, por solicitação da CMVM, no dia 3 de março de 2015, em que a Santoro Finance – Prestação de Serviços, S.A., demonstra interesse em que seja avaliado pelo Conselho de Administração do Banco BPI, S.A. e pela Comissão Executiva do BCP a realização de uma fusão entre as sociedades:

- Documento disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR54075.pdf>

- OPA geral e voluntária, anunciada pela Sonae, SGPS, S.A. e pela Sonaecom, SGPS, S.A., sobre a PT Telecom – SGPS, S.A. e sobre a PT – Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A., em 6 de fevereiro de 2006:

- Processo disponível em: http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/emit_opas.cfm?num_ent=%24%214SX%23%40%20%20%0A
- Relatório do conselho de administração de 6 de março de 2006 disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd10746.pdf>

- Relatório do conselho de administração de 12 de janeiro de 2007 disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd11566.pdf>
- OPA geral e voluntária, anunciada pela Companhia Siderúrgica Nacional sobre a Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A., a 18 de dezembro de 2009:
 - Processo disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Documentos%20em%20Arquivo/OPA%20sobre%20a%20CIMPOR/Pages/default.aspx>
 - Relatório do conselho de administração de 7 de janeiro de 2010 disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd16105.pdf>
- Proposta de fusão apresentada pelo grupo Camargo Corrêa à Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A., na pendência da OPA anunciada pela Companhia Siderúrgica Nacional, divulgada no dia 13 de janeiro de 2010:
 - Processo disponível em¹³⁶: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Projecto%20de%20Fus%C3%A3o%20entre%20a%20Camargo%20Corr%C3%AAa%20e%20a%20Cimpor/Pages/default.aspx>
 - Comunicado de dia 13 de janeiro de 2010 em que são divulgados os termos da proposta de fusão apresentada: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR26612.pdf>
 - Resposta da Cimpor aos pedidos de esclarecimento da CMVM, divulgada no dia 14 de janeiro de 2010: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd16145.pdf>
- Oferta vinculativa de aquisição das ações detidas pela Espírito Santo Health Care Investments S.A. na Espírito Santo Saúde, anunciada pela UnitedHealth Group Incorporated, em 7 de outubro de 2014:
 - Anúncio da UnitedHealth Group Incorporated, divulgado a 7 de outubro de 2014: http://www.cmvm.pt/CMVM/Comunicados/Comunicados/Documents/UnitedHealth_vs_pt.pdf
 - Comunicado da CMVM de dia 9 de outubro de 2014: <http://www.cmvm.pt/cmvm/comunicados/comunicados/pages/20141009r.aspx>

¹³⁶ Os pedidos de esclarecimento e as respostas da Camargo Corrêa podem ser consultados neste *link*.

Declaração de Compromisso Anti Plágio

Declaro por minha honra que o trabalho que apresento é original e que todas as minhas citações estão corretamente identificadas. Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta ética e disciplinar.

(Domingos Homem de Sousa e Holstein Salgado)