



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

FACULDADE DE DIREITO

CATÓLICA LISBON SCHOOL OF BUSINESS & ECONOMICS

Mestrado em Direito e Gestão

Case Study

A FUSÃO ZON/OPTIMUS

JORGE BRITO PEREIRA

Orientador

JOSÉ FRANCISCO MESQUITA

Aluno n.º 142712022

Lisboa,

Setembro 2014

Principais Abreviaturas

CC	Código Civil
ANACOM	Autoridade Nacional de Comunicações
Cfr.	Confira
Cit.	Citada
CMVM	Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários
Cód. VM	Código dos Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
OPA	Oferta Pública de Aquisição
Optimus	Optimus SGPS, S.A
p.	Página
pp.	Páginas
SAI	Serviço de Acesso à Internet
seg.	Seguinte
STF	Serviço Telefónico em Local Fixo
STM	Serviço Telefónico Móvel
STVS	Serviço de Televisão por Subscrição
ZON	ZON Multimédia - Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A.
ZON OPTIMUS	ZON OPTIMUS, SGPS, S.A.
ZOPT	ZOPT, SGPS, S.A.

Índice Geral

Parte I ENQUADRAMENTO TEMÁTICO

1. Introdução.....	4
2. Sector das Comunicações	7
2.1. Enquadramento do sector em Portugal	7
I. Serviço de Acesso à Internet	9
II. Serviço de Televisão por Subscrição	10
III. Serviço Telefónico em Local Fixo	10
IV. Serviço Telefónico Móvel	11
V. Players do mercado	11

Parte II PROCESSO DE FUSÃO

3. Sociedades envolvidas	14
3.1. Grupo ZON Multimédia	14
3.2. Grupo Optimus.....	16
3.3. ZOPT	17
4. Projecto de fusão	20
4.1. Motivos	22
4.1.1. Criação de um novo grupo de comunicações	22
4.1.2. Potencial de crescimento	22
4.1.3. Fomento da concorrência, produtividade e inovação	23
4.1.4. Obtenção de sinergias	24
4.1.5. Aumento da exposição e internacionalização	25
4.2. Condições	26
4.3. Balanços das Sociedades Participantes	27
4.4. Critérios de Avaliação e Relação de Troca	29
4.5. Fiscalização e Registo	31
5. Assembleias Gerais	32
5.1. Credores	32
5.2. Accionistas.....	33
6. Dever de Lançamento de OPA.....	36
6.1. Enquadramento temático	36
6.2. Excepções à OPA.....	39
6.3. Aplicação da derrogação na fusão em análise	42
7. Registo Definitivo	45

Parte III ANÁLISE

8. Análise Crítica	48
I. Vontade dos accionistas.....	49
II. Criação de holding de controlo	50
III. Derrogação de OPA	50
9. Conclusão.....	52
10. Bibliografia	53

1. Introdução

A 27 de Agosto de 2013 o paradigma do mercado de comunicações electrónicas nacional sofreu uma mudança com a conclusão da operação de fusão na modalidade de transferência global do património da Optimus SGPS, S.A. - sociedade incorporada - na ZON MULTIMÉDIA SGPS, S.A. – sociedade incorporante.

Para além de almejar os benefícios decorrentes de qualquer fusão, nomeadamente a redução de custos e aumento da capacidade competitiva, esta operação de concentração empresarial teve como fundamento a criação de um novo grupo do sector que permita gerar mais valor para os seus clientes, através da aposta consistente na convergência de produtos e serviços.

Conforme abordaremos *infra*, da operação resultaram diversos efeitos jurídicos, nomeadamente a extinção da Optimus – uma das empresas do sector de comunicações electrónicas com maior a presença no mercado –, a emissão de novas ações que foram atribuídas aos seus antigos acionistas, e a alteração da denominação da sociedade incorporante para ZON OPTIMUS SGPS, S.A. (mais tarde NOS SGPS, S.A.).

Naturalmente que desde o ímpeto inicial para realização da fusão até ao seu registo comercial definitivo decorreram vários meses, nos quais tiveram que ser cumpridos os diversos requisitos legais, estatutários e administrativos. O que nos propomos com esta dissertação passa exactamente por discernir detalhadamente este processo, dando especial destaque aos aspectos jurídicos, mas também os económicos e contabilísticos, pondo assim em prática os conhecimentos adquiridos no decorrer do Mestrado.

Pareceu-nos então que ao invés de realizar uma dissertação sobre um tema teórico, seria mais interessante abordar um caso real¹ com especial relevância para o sector económico nacional.

A escolha por este caso concreto esteve relacionada com algumas das suas situações jurídicas que o tornam único. Em primeiro lugar, verificou-se uma das poucas derrogações por fusão ocorridas no nosso ordenamento jurídico, oferecendo assim uma excelente oportunidade para reflectir sobre o regime das derrogações. Por outro lado, ocorreu outra situação pouco comum: o facto de a operação de fusão ter sido, numa fase inicial, promovida pelos accionistas e não pelos seus administradores, tendo inclusivamente concordado em criar uma holding que permitiria controlar a sociedade após a concretização da fusão. Assim, como resultado, este caso permite apurar a forma como a lei funciona perante situações jurídicas que são novas ou pelo menos incomuns, bem como analisar algumas das questões que são fundamentais para a compreensão do regime das ofertas públicas.

Cumpré ainda referir que a dissertação está dividida em quatro capítulos principais. Começando com uma análise ao sector de comunicações português, segue-se uma abordagem às sociedades envolvidas no processo de fusão (ZOPT, ZON e Optimus) para de seguida incidir sobre as suas várias etapas, concluindo com a análise crítica da operação e das suas situações jurídicas mais relevantes.

¹ Conforme estipula a alínea c) do artigo 19 do Regulamento do Mestrado em Direito e Gestão da Universidade Católica Portuguesa, o trabalho final de mestrado deve inserir-se no âmbito temático do mestrado e pode revestir a modalidade de *estudo de caso* (“case study”): *estudo de um caso concreto relevante, decidido jurisprudencialmente ou não, com aplicação dos conhecimentos adquiridos.*

Parte I

Enquadramento

Temático

2. Sector das Comunicações

2.1. Enquadramento do sector em Portugal

O sector de comunicações nacional encontra-se dividido em duas áreas distintas: serviços postais e comunicações electrónicas, cabendo à Autoridade Nacional de Comunicações (doravante “ANACOM”) regular, supervisionar e representar o mesmo². No escopo das suas atribuições consta a promoção da concorrência, o desenvolvimento dos mercados e das redes de comunicações, assim como a defesa dos interesses dos cidadãos, garantindo a transparência da prestação de informações, tarifas e condições de utilização dos serviços do sector.

Para uma abordagem mais fidedigna ao caso em estudo, e tendo como fundamento o facto de as empresas em questão não disporem de serviços postais, na presente análise iremos dedicar-nos apenas às comunicações electrónicas, remetendo os valores apresentados a 2012, ano em que foi iniciado o processo de fusão por parte dos accionistas. Esperamos desta forma alcançar uma melhor compreensão da conjuntura económica do país, do sector e das empresas envolvidas na fusão.

Desde o início do século XXI, a forte evolução tecnológica tem estado na base do crescimento exponencial que se tem verificado no mercado das comunicações electrónicas, em especial ao nível dos serviços e redes disponibilizadas, da concorrência dos operadores e do número de utilizadores. Como forma de criar mais valor para os clientes, reduzir os seus custos, e desmarcar-se da concorrência, os operadores sentiram necessidade de realizar uma aposta contínua na inovação, contribuindo assim para o sector continue em constante evolução.

² Conforme estipulado pelos Estatutos da ANACOM (publicados em anexo ao Decreto-Lei n.º 309/2001, de 7 de Dezembro), da Lei das Comunicações Electrónicas (artigos 4º e 5º da Lei n.º 5/2004, de 10 de Fevereiro) e da Lei de Bases dos Serviços Postais (artigo 18º da Lei n.º 102/99, de 26 de Julho, com as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 116/2003, de 12 de Junho).

A tabela seguinte ajuda a compreender a importância das comunicações electrónicas na economia nacional:

Tabela 1: Rendimento Global das Comunicações Electrónicas e sua percentagem no PIB

	2008	2009	2010	2011	2012
Rendimento Global³	€7.706	€7.558	€7.600	€6.527	€6.614
Rendimento/PIB	4.48%	4.49%	4.4%	3.82%	4%

Unidade: Milhões de euros / %;

Fonte: ANACOM, *Mercado das Comunicações na Economia Nacional 2008-2012*, Edição de 2013.

Embora se verifique, como resultado da conjuntura económica desfavorável do país, uma ligeira redução do rendimento global do sector nos anos que antecedem o início do processo de fusão, estamos perante um mercado com um peso bastante significativo no PIB nacional (cerca de 4%).

Da análise da tabela é possível ainda apurar que o sector de comunicações electrónicas se encontra na fase de maturidade, pelo que é natural que se caracterize por uma forte concorrência, o que leva a uma elevada competição interna de forma a angariar mais clientes, tanto através da criação de novos serviços como da redução dos preços. Estão assim criadas as condições ideais para que ocorram operações de fusão e aquisição entre os diversos *players* do mercado que permitam garantir a sua sustentabilidade financeira e o retorno para os seus accionistas.

Para além da estratégia de concentração dos operadores, que tem estado na origem da extinção dos *players* mais pequenos do mercado, nos últimos anos tem sido também patente a aposta na concentração de diferentes serviços em pacotes multiple play⁴.

Este fenómeno, a que se dá o nome de convergência, mudou por completo o sector, levando empresas que até então se dedicavam apenas a uma área de negócio, por

³ O valor do rendimento global corresponde à atividade total das empresas que integram o sector em Portugal, ou seja, comunicações electrónicas e outros serviços eventualmente prestados pelas mesmas.

⁴ De acordo com *O Sector das Comunicações 2012 e 2013* da ANACOM, no ano de 2012 60,5% dos agregados familiares encontravam-se subscritos a um pacote de serviços integrados, valor que aumentou 5% no ano seguinte

exemplo as comunicações móveis, a começar a dispor de outros serviços, tais como televisão por subscrição ou internet fixa⁵.

É prática comum da ANACOM dividir o sector de comunicações electrónicas em quatro áreas de serviços: Serviço de Acesso à Internet (SAI), Serviço de Televisão por Subscrição (STVS), Serviço Telefónico em Local Fixo (STF) e Serviço Telefónico Móvel (STM).

I. Serviço de Acesso à Internet

Presente em praticamente todo o território nacional, este serviço pode ser disponibilizado através de diferentes plataformas tecnológicas, sendo composto por dois ramos principais: banda larga fixa (BLF) e banda larga móvel (BLM).

É de realçar que tanto o acesso à internet em local fixo como em móvel se encontram em constante crescimento. De acordo com dados partilhados pela ANACOM⁶, a taxa de penetração na população portuguesa do serviço BLF foi de 22,6% em 2012, crescendo 1,8% em 2013, ano em que o número de acessos à internet em local fixo se aproximou dos 2,6 milhões. Por sua vez, impulsionada pelo aumento do número de utilizadores de *smartphones*, a BLM encontra-se em expansão, registando valores de 32,9% em 2012 e 37,2% em 2013, traduzindo-se numa utilização efectiva do serviço por cerca de 3,9 milhões pessoas.

Em relação às receitas, o serviço de acesso à internet fixa totalizou 1.041 milhões de euros em 2013, resultando num aumento de 5,5% em comparação com o ano anterior. Quanto aos serviços de internet móvel, em 2013 totalizaram 346 milhões de euros, valor semelhante ao obtido em 2012.

⁵ Os pacotes *multiple play* integram diferentes serviços numa única oferta, permitindo a redução do preço final. Beneficiando de um grande crescimento no número de subscritores, os pacotes combinam os seguintes serviços: serviço telefónico em local fixo, serviço telefónico móvel, banda larga fixa, banda larga móvel e serviço de TV por subscrição. Conforme o número de serviços incluídos, os pacotes são de *double*, *triple*, *quadruple* ou *quintuple play*.

⁶ Cfr. ANACOM, *O Sector das Comunicações 2012* pp. 173-372, e *O Sector das Comunicações 2013* pp. 158-354

II. Serviço de Televisão por Subscrição

O STVS abrange os serviços de distribuição de TV suportados em diversas plataformas: rede de distribuição por cabo, rede de distribuição por satélite, rede telefónica pública comutada e rede de fibra óptica.

Fortemente comercializado através de pacotes *multiple play*, o serviço de televisão por subscrição tem vindo a aumentar em número de assinantes, alcançando em 2013 a fasquia de 3,17 milhões, o que se traduz na taxa de penetração de cerca de 80% dos agregados familiares⁷.

Também a nível das receitas se tem verificado um ligeiro aumento, totalizando, no ano de 2013, 1.240 milhões de euros, mais 3,3% do que em 2012.

III. Serviço Telefónico em Local Fixo

Disponível em todo o território nacional e com uma taxa de penetração no ano de 2013 de cerca de 43,2 acessos por cada 100 habitantes⁸, o acesso à rede telefónica em local fixo pode ser oferecido através de variados suportes, sendo de destacar a *Fiber To The Home* (FTTH), que tem sido alvo de forte aposta por parte dos diversos operadores de mercado.

À semelhança de outras áreas do sector, verifica-se um aumento da subscrição do STF através de pacotes de serviços integrados o que, associado à descida dos preços e generalização de ofertas de tarifários com chamadas fixas gratuitas, tem resultado na queda das receitas individualizadas. No entanto, as receitas de STF integrando pacotes *multiple play* têm crescido nos últimos anos, permitindo assim que as receitas totais aumentassem 1% em 2013, totalizando 1.495 milhões de euros.

⁷ Cfr. ANACOM, *O Sector das Comunicações 2012* pp. 333-410, e *O Sector das Comunicações 2013* pp. 355-430.

⁸ Cfr. ANACOM, *O Sector das Comunicações 2013* pp. 431-526.

IV. Serviço Telefónico Móvel

Entre os serviços de comunicações electrónicas em análise, o STM é o mais utilizado pela população portuguesa. Destacando-se o plano tarifário pré-pago, as comunicações móveis têm beneficiado de um crescimento da taxa de penetração no mercado nacional, totalizando em 2013 158,8 estações móveis activas por cada 100 habitantes, o que se traduz em mais de 16 milhões de assinantes⁹.

Não obstante da elevada utilização, como consequência da saturação do mercado, da forte concorrência e da conjuntura económica do país, o volume de receitas do serviço diminuiu cerca de 11% no ano de 2013, alcançando o valor de 2.001 milhões de euros. A receita anual por cada assinante médio também tem vindo a diminuir, situação que levou os operadores a prestar serviços complementares, destacando-se em especial a banda larga móvel.

V. Players do mercado

Na data do início do processo da fusão em análise, o mercado era partilhado por 5 grandes *players*: Grupo PT Comunicações, Grupo ZON, Vodafone, Optimus e Cabovisão. Para além destes operadores, existiam ainda outras entidades de dimensão mais reduzida, conforme é possível verificar na tabela seguinte:

Tabela 2: Quotas do mercado de Comunicações Electrónicas em Dezembro de 2012

	STF	BLF	STVS	STM	BLM	<i>Multiple Play</i>
PT Comunicações	57,2%	51,3%	39,2%	44,5%	40,5%	42,9%
ZON	19,7%	33%	50,2%	1,1%	1,25%	40,4%
Cabovisão	5,4%	6,7%	7,8%	-	-	10%
Vodafone	4,7%	3,9%	1,4%	38,9%	38,3%	3,8%
Optimus	11,7%	4,3%	1,2%	14,8%	19,9%	2,9%
Outros Operadores	1,3%	0,8%	0,2%	0,7%	0,05%	0,1%

Unidade: %;

Fonte: ANACOM, *O Sector das Comunicações 2012*.

⁹ Cfr. ANACOM, *O Sector das Comunicações 2013* pp. 527-640.

Da análise da tabela é possível apurar que a PT Comunicações é líder de mercado em todos os serviços menos em *televisão por subscrição*, no qual a ZON se apresenta como principal prestador. É interessante observar que ao nível de pacotes *multiple play*, a PT e a ZON encontram-se com uma quota de mercado bastante semelhante e elevada, reflectindo assim a grande aposta das operadoras neste segmento.

Parte II

Processo de Fusão

3. Sociedades envolvidas

Como resultado das condições macroeconómicas nacionais, do estado do sector de comunicações electrónicas, da elevada complementaridade entre as empresas, e de diversos estudos realizados por especialistas independentes, há muito que se especulava sobre uma eventual fusão entre a ZON e a Optimus.

3.1. Grupo ZON Multimédia

Na sequência de uma oferta pública de aquisição falhada sobre a Portugal Telecom e a PT Multimédia lançada pelo Grupo Sonaecom, surgiu em 2008 a ZON Multimédia - Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A., doravante “ZON”. Esta nova entidade resultou assim do *spin-off* da PT Multimédia do Grupo PT, assim como da vontade dos seus dirigentes em criar um novo operador de telecomunicações.

Munida de uma estrutura com capacidade para actuar em diversos segmentos de mercado (televisão por subscrição, internet fixa e móvel, distribuição de conteúdos audiovisuais, cinema e comunicações móveis) e com cerca de 1,6 milhões de clientes, a ZON afirmou-se como uma das maiores empresas nacionais na ampla linha de negócios das telecomunicações, tendo-se tornado uma das principais referências do índice bolsista português, o PSI-20.

Uma vez que a ZON englobava desde a sua origem a TV Cabo Portugal S.A., conseguiu estabelecer-se como líder de mercado do serviço de televisão por subscrição, situação que manteve até os dias de hoje (no entanto com a designação de “NOS, SGPS, S.A.”). Deve-se realçar ainda o facto de ter sido o primeiro operador de internet de banda larga.

Deve ainda ser referido que os profundos conhecimentos de operacionalização da empresa, aliados ao seu reconhecimento internacional consubstanciaram na internacionalização da ZON com grande sucesso no mercado africano, onde através da *joint-venture* ZAP presta o serviço de televisão por subscrição em Angola e Moçambique.

À semelhança da maioria das empresas cotadas em bolsa, a estrutura accionista da ZON encontrava-se dispersa, tal como é possível verificar na seguinte tabela:

Tabela 3: Estrutura accionista ZON Multimédia a 30 de Junho de 2013

Accionistas	Número de Acções	% Capital Social
Unitel International Holdings, B.V.	58.147.094	18,81%
Kento Holding Limited	30.909.683	10,00%
Banco BPI	23.344.798	7,55%
Espírito Santo Irmãos, SGPS, SA	15.455.000	5,00%
Joaquim Alves Ferreira de Oliveira	14.955.684	4,84%
Fundação José Berardo	13.408.982	4,34%
Ongoing Strategic Investments SGPS, S.A.	10.162.250	3,29%
Blackrock, Inc.	6.861.380	2,22%
Grupo Visabeira, SGPS, S.A.	6.641.930	2,15%
Norges Bank	6.379.164	2,06%
Zadig Gestion S.A.	6.300.000	2,038%
Metalgest - Sociedade de Gestão, SGPS, S.A.	3.985.488	1,29%
Outros accionistas	112.552.997	36,41%
Total	309.104.450	100%

Fonte: ZON Multimédia, R&C - Contas Consolidadas, Primeiro Semestre 2013.

No entanto, devido à sua relevância para o caso em estudo, devemos referir que é imputável à Sra. Eng.^a Isabel dos Santos uma participação de 28,81% do capital social da ZON, uma vez que de acordo com a alínea b) do número 1 do Artigo 20.º e 21.º, as participações das sociedades Unitel International Holdings, B.V. e Kento Holding Limited se encontram na sua esfera jurídica. Não obstante esta participação não ser maioritária do capital social, uma vez que é superior à dos restantes accionistas, permite obter o controlo da sociedade.

3.2. Grupo Optimus

Em Setembro de 1998, nasce a Optimus SGPS, S.A. (doravante “Optimus”) no âmbito da fusão de um conjunto de grupos económicos (nacionais e internacionais), do qual faziam parte o Grupo Sonae, EDP e a France Telecom.

Detendo a totalidade do capital social da Optimus – Comunicações S.A. disponibiliza, desde a sua criação, o serviço telefónico móvel através de uma rede de comunicações móveis de última geração com ampla cobertura no território nacional. É de realçar que, através de uma forte estratégia de marketing, a Optimus conseguiu conquistar mais de 100.000 clientes na primeira semana de actividade e uma quota de mercado de 17,5% no final do primeiro ano.

Com o passar dos anos a Optimus diversificou a sua actuação, apostando noutros segmentos de mercado tais como a televisão por subscrição, a internet móvel e fixa, bem como no mercado empresarial.

A empresa tornou-se célebre pelo lançamento de produtos e serviços inovadores no mercado nacional, pretendendo dar resposta às necessidades dos seus clientes. A título exemplificativo, a Optimus foi a primeira operadora a disponibilizar o sistema de mensagens escritas (SMS) e o primeiro tarifário com SMS gratuitos para todas as redes, tendo também sido responsável pelo lançamento do primeiro tarifário sem carregamentos obrigatórios.

Esta característica inovadora inerente à Optimus materializou-se na conquista de diversos prémios nacionais e internacionais, premiando a sua actuação única e disruptiva no mercado nacional.

Devemos ainda acrescentar que a estrutura accionista da Optimus era composta por apenas um accionista – Sonaecom, SGPS, S.A. – cuja participação é, nos termos da alínea b) do n.º1 do artigo 20.º, imputável às entidades com as quais esta se encontra em relação de domínio ou grupo, a saber: Sontel BV; Sonae Investments BV; Sonae, SGPS, S.A.; EFANOR Investimentos, SGPS, S.A.; e o Sr. Eng.º Belmiro de Azevedo.

3.3. ZOPT

Foi sem surpresa que, no dia 14 de Dezembro de 2012, a ZON Multimédia, SGPS, S.A. e a Sonaecom SGPS, S.A., informaram o mercado de que haviam recebido um comunicado conjunto do único accionista da Optimus, a própria Sonaecom SGPS, S.A., e de dois accionistas da ZON, a Kento Holding Limited e a Jadeium BV¹⁰ (conjuntamente referidas como “Grupo K/J”), no qual estes anunciavam ter alcançado um acordo no sentido de promover junto das administrações das respectivas sociedades a operação de fusão¹¹ entre os dois grupos, através da incorporação da Optimus na ZON.

No mesmo comunicado foi também anunciada a intenção de criar um veículo – ZOPT, SGPS, S.A. – detido em partes iguais entre a Sonaecom e o Grupo K/J que, condicionado à concretização da fusão, reuniria uma parcela substancial da participação da Sonaecom¹² na Optimus (81,807%), bem como a totalidade das participações do Grupo K/J na ZON (28,81%).

Deste modo, a concretização da fusão iria levar à obtenção, por esta holding comum, de uma posição de controlo da ZON, através da participação qualificada superior a 50% dos direitos de voto correspondentes ao seu capital social¹³, motivo pelo qual o sucesso da operação ficou sujeito à emissão da declaração de derrogação do dever de lançamento de oferta pública de aquisição por parte da CMVM¹⁴, nos termos da alínea c) do n.º1 do artigo 189 do Código dos Valores Mobiliários¹⁵.

¹⁰ Posteriormente alterou a denominação para Unitel Internacional Holdings, BV.

¹¹ Segundo o Relatório da Autoridade da Concorrência sobre o processo, a “...*operação notificada configura uma concentração de empresas na aceção da alínea b) do n.º 1 do artigo 36.º da Lei da Concorrência, conjugada com a alínea a) e c) do n.º 3 do mesmo artigo, e está sujeita à obrigatoriedade de notificação prévia, por preencher as condições enunciadas nas alíneas a), b) e c) do n.º 1 do artigo 37.º, do mesmo diploma...*”. Este documento pode ser consultado em: http://www.concorrenca.pt/FILES_TMP/2013_05_final_net.pdf

¹² Tal como abordado supra, a Optimus era detida a 100% pela Sonaecom e indirectamente controlada por outras entidades.

¹³ Participação esta que é imputável a todos os seus accionistas, nos termos dos arts. 16º, 20º n.º1 h) e 21º n.º2 b) do C.

¹⁴ Sobre este tema V. capítulo 6.

¹⁵ Todas as disposições legais a seguir citadas sem outra indicação pertencem a este Código.

Estamos assim perante um acordo parassocial¹⁶, ou seja, um contrato celebrado por todos ou alguns sócios de uma sociedade que visa regular as mais diversas relações societárias, caracterizando-se pela autonomia em relação ao contrato social e pela não vinculação da própria sociedade. No caso em questão o acordo visava a aquisição indirecta do controlo da ZON após a incorporação da Optimus, através de um *special purpose vehicle*, a ZOPT.

Tabela 4: Estrutura accionista ZOPT e suas participações na ZON e Optimus

Accionista	% Capital Social ZOPT	% Capital Social ZON	% Capital Social Optimus
Unitel International Holdings	32,65%	18,81%	
Kento Holding Limited	17,35%	10,00%	
Sonaecom SGPS	50%		81,807%
Total	100%	28,81%	81,807%

Unidade: %;

Fonte: ZON OPTIMUS, R&C 2013.

Por seu lado, os accionistas desta holding e as correspondentes participações sociais – Sonaecom (50%), Kento Holding Limited (17,35%) e Unitel International Holdings (32,65%) – estão sujeitos ao domínio dos seus *ultimate beneficial owners*: o Sr. Eng.º Belmiro de Azevedo sobre a Sonaecom (por via indirecta¹⁷), e a Sra. Eng.ª Isabel dos Santos sobre o Grupo K/J.

Trata-se assim de uma única operação de concentração constituída por duas operações jurídicas interligadas, que por sua vez consistem num conjunto de actos societários complexos¹⁸. Deste modo, os dois *ultimate beneficial owners* referidos anteriormente adquirem o controlo conjunto sobre a entidade resultante da fusão, de forma indirecta, através da sociedade-veículo na qual cada uma das partes detém metade do capital

¹⁶ Definido nos artigos 17 do CSC e 19 do Cód. VM. Sobre este tema, V. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Acordos Parassociais*, ROA (2001), PAULO CÂMARA, *Parassocialidade e Transmissão de Valores Mobiliários* (1996); RITA MAFALDA PINTO BAIRROS, *Os Acordos Parassociais – Breve Descrição*, Revista de Direito das Sociedades (2010); RUI SANTOS DO VALE, *As Assembleias gerais e os Acordos Parassociais*, Revista de Direito das Sociedades (2010).

¹⁷ Nos termos a alínea b) do n.º 1 do artigo 20 e do n.º 1 do artigo 21 do Cód. VM, o Sr. Eng.º Belmiro de Azevedo tem o domínio sobre a Efanor Investimentos SGPS, S.A., sociedade que domina a Sonae SGPS, S.A., que por sua vez domina a sociedade Sontel BV, tendo esta a relação de domínio sobre a Sonaecom SGPS, S.A..

¹⁸ No mesmo sentido Autoridade da Concorrência no relatório sobre a fusão em estudo, página 13 ponto 59, disponível em: http://www.concorrenca.pt/FILES_TMP/2013_05_final_net.pdf.

social e dos direitos de voto, num claro exercício de *balance of power* entre as partes envolvidas.

Apesar de os promotores da operação terem optado por um mecanismo de controlo peculiar através da ZOPT, para que a fusão ocorra esta terá necessariamente que seguir os trâmites comuns a operações desta natureza, regulados pelo CSC nos artigos 97.º e seguintes. Para boa análise do caso, torna-se então relevante escrutinar detalhadamente o percurso da fusão, desde o anúncio público de acordo entre os accionistas até ao registo efectivo da fusão.

4. Projecto de fusão

Não obstante o impulso inicial tendo em vista a criação de uma operação de fusão derivar, regra geral, das administrações das sociedades envolvidas, no caso em análise estamos perante um dos raros exemplares em que o mesmo teve origem nas suas estruturas accionistas.

Perante esta situação, impõe-se a necessidade de apurar se a concertação de accionistas é suficiente para comprometer os deveres fiduciários das administrações, na medida em que nos leva a questionar: se esta operação de fusão é de facto benéfica para as sociedades, não deveria ter sido promovida pelas suas administrações?

Antes de responder à questão levantada, consideramos importante realçar que o artigo 64.º do CSC consagra no direito nacional a *business judgement rule*, que se caracteriza por impor aos gerentes e administradores o dever de cuidado e de lealdade perante a sociedade, seus trabalhadores, clientes e credores, podendo inclusivamente ser responsabilizados pelos danos causados¹⁹. É assim uma regra de conduta que tem por objectivo a protecção do interesse social, exigindo a diligência de um *gestor criterioso e ordenado* em todos os actos societários.

Efectivamente, se a concentração das empresas permite a criação de valor para os titulares das participações sociais e para as próprias sociedades, a operação poderia ter sido previamente promovida pelos seus órgãos executivos. No entanto, esta possibilidade não é uma obrigação, tendo os administradores a autonomia para actuar em função do que consideram melhor, a cada momento, para a sociedade e seu interesse social.

¹⁹ Nos termos do n.º 2 do art.º 72 do CSC, a responsabilização apenas não se exigirá nos casos em que ficar provado que a actuação ocorreu *em termos informados, livre de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial*.

Não cremos, deste modo, que o acordo que está na génese da operação de concentração seja suficiente para comprometer os deveres fiduciários, na medida em que não vincula os órgãos sociais no exercício das funções de administração²⁰. Assim, estes órgãos são livres e soberanos para decidir se é do interesse da sociedade dar, ou não, seguimento ao processo e, em caso afirmativo, em que termos o fazer²¹, devendo-o submeter de seguida à deliberação dos accionistas reunidos em Assembleia Geral²².

Reforça a nossa posição o facto de, no próprio comunicado²³ em que os accionistas anunciaram ter alcançado o acordo, manifestaram também a intenção de solicitar às *administrações da Optimus e da ZON que, em conjunto, apreciem a conveniência e oportunidade* do mesmo. Ou seja, os accionistas limitaram-se a sugerir a fusão, incumbindo às administrações a tarefa de apurar a viabilidade da concentração das sociedades, em consonância com os seus deveres fiduciários.

Após um período de negociações formais, a 21 de Janeiro de 2013 as administrações da ZON e da Optimus comunicaram a aprovação do Projecto de Fusão²⁴ por incorporação da Optimus na ZON, indo ao encontro das pretensões dos accionistas promotores da operação. Deste modo, os órgãos em questão optaram por proceder à fusão mediante a transferência global do património da Optimus para a ZON e atribuição de acções representativas do capital social da ZON aos accionistas da Optimus, nos termos da alínea a) do n.º 4 do artigo 97.º do CSC.

Devido ao papel fulcral do Projecto de Fusão, na medida em que permite dar a conhecer aos sócios e credores os elementos jurídicos e económicos subjacentes à fusão, vamos abordar os mais relevantes para a boa compreensão do caso em estudo.

²⁰ O próprio artigo 17.º n.º 2 do CSC, referente aos acordos parassociais, proíbe-os de estipular a conduta dos órgãos no *exercício de funções de administração ou fiscalização*.

²¹ A alínea m) do artigo 406.º do CSC estipula que compete ao Conselho de Administração deliberar sobre qualquer assunto de administração da sociedade, nomeadamente sobre projectos de fusão.

²² Conforme o n.º2, artigo 100.º CSC, ver *supra* capítulo 5.

²³ Este comunicado pode disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR42702.pdf>

²⁴ Projecto de fusão previamente elaborado pelas próprias administrações, respeitando o estipulado no artigo 98.º do CSC.

4.1. Motivos

Foram cinco as razões enumeradas no Projecto de Fusão que justificaram a operação²⁵:

4.1.1. Criação de um novo grupo de comunicações

Em primeiro lugar devemos referir que da fusão vai surgir um novo grupo económico de grande dimensão com capacidade para alcançar uma quota de receitas de 26% do mercado doméstico de comunicações²⁶. Estima-se que este grupo obtenha uma receita combinada de cerca de €1.610.000.000 (mil seiscientos e dez milhões de euros) e uma rentabilidade operacional (EBITDA) de cerca de €543.000.000 (quinhentos e quarenta e três milhões de euros), valores alcançáveis por poucas empresas no panorama nacional.

A este aumento da capacidade económica do grupo associa-se a capitalização bolsista nos mercados de capitais nacionais e internacionais, que permitirá uma maior captação de investimento e liquidez. Está assim previsto o reforço da capacidade financeira do sector das comunicações em Portugal, bem como a afirmação do grupo nos mercados internacionais.

Como resultado do exposto, a fusão vai fomentar a capacidade competitiva e concorrencial dos operadores do mercado, oferecendo benefícios claros para os consumidores e para o mercado.

4.1.2. Potencial de crescimento

O potencial de crescimento associado à complementaridade e convergência das infraestruturas das empresas envolvidas foi igualmente apresentado como justificador da conjugação dos negócios.

²⁵ Todos os dados a seguir expostos foram retirados do Projecto de Fusão, para o qual remetemos. Este documento pode ser consultado em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/CONV43238.pdf>

²⁶ Valores pro forma referentes ao ano de 2011.

Conforme abordado *supra*, as infraestruturas das operadoras focam-se em segmentos diferentes: enquanto as infraestruturas da ZON estão direccionadas para a rede fixa, a Optimus centraliza as suas operações nas comunicações móveis. No entanto, nos últimos anos tem-se verificado uma maior integração da oferta de serviços por parte dos operadores de mercado que têm apostado em ofertas convergentes de *multiple play*. Assim, de forma a disponibilizar aos clientes pacotes de oferta mais abrangentes, os grupos em questão recorriam a serviços prestados por concorrentes directos, nomeadamente a Vodafone e a PT, o que naturalmente acarretava um custo associado.

Com efeito, devido à elevada complementaridade entre os grupos, a junção das suas infraestruturas irá dar origem uma rede de comunicações fixa e móvel com uma cobertura alargada ao território nacional. Deste modo reduz-se a dependência de terceiros e beneficia-se o consumidor, que terá ofertas de serviço mais amplas e de melhor qualidade.

4.1.3. Fomento da concorrência, produtividade e inovação

Na sequência do ponto anterior, a integração entre um operador de rede fixa de nova geração e um operador móvel vai alterar o paradigma do sector de comunicações em Portugal. A elevada complementaridade entre as infraestruturas da ZON e da Optimus permite reformular o portfólio de produtos e serviços disponibilizados, reforçar a sua qualidade e criar novas ofertas em todos os segmentos do mercado.

É de esperar que os restantes *players* do mercado respondam a esta abordagem ao sector, apostando também na inovação e em outras operações de concentração, de forma de aumentar a capacidade competitiva das suas ofertas, beneficiando assim os clientes que terão mais opções de escolha e um serviço de maior valor acrescentado.

4.1.4. Obtenção de sinergias

Um motivo que está sempre presente na base de qualquer fusão é a realização de sinergias. De facto, seja através dos recursos técnicos, operacionais, humanos ou económicos, o aumento de escala de uma organização permite obter inúmeras sinergias.

No Projecto de Fusão em análise são destacadas as seguintes:

- Optimização do investimento em infraestruturas;
- Gestão e planeamento integrados da rede fixa e móvel, com a respectiva exploração da convergência de redes;
- Redução da dependência de infraestruturas de operadores concorrentes;
- Redução de custos inerentes ao investimento da ZON, no segmento móvel, e da Optimus, no segmento fixo e no projecto de TV por subscrição, com a captura recíproca de valor dos negócios *core* de cada um dos Grupos;
- Otimização da estratégia de abordagem a segmentos de mercado em que cada uma das empresas individualmente possui mais experiência;
- Otimização resultante da negociação agregada de contratos e compras;
- Oferta de produtos e soluções integradas e convergentes;
- Junção de duas equipas com experiência no sector; e
- Exploração de base de clientes mais alargada;

Apesar de inicialmente se ter estimado que o valor de sinergias resultantes da fusão iria variar entre os €350.000.000 e os €400.000.000, após a concretização da operação, o CFO do novo grupo, Sr. Dr. José Pedro Pereira da Costa, anunciou²⁷ que este valor pode ascender aos €800.000.000²⁸, traduzindo uma revisão em alta da estimativa inicial. A discrepância entre os valores foi justificada com a pouca

²⁷ A 28 de Fevereiro de 2013 ocorreu em Lisboa o Strategy Day 2014 da ZON OPTIMUS, que reuniu investidores e analistas do grupo, tendo sido apresentado pelos órgãos de administração o estado da operação de fusão e o Plano Estratégico do grupo para os próximos anos.

²⁸ As sinergias que se esperam obter resultam de poupanças obtidas na rede (26%), em IT (24%), na migração dos clientes de MVNO fibra (20%), em funções administrativas (16%), nos conteúdos (6%), com os clientes (4%) e em logística (4%). Só com a rede, espera-se atingir até 2018 poupança de custos entre 80 a 90 milhões de euros anuais.

informação disponível aquando da estimativa inicial e com a análise aprofundada de 125 projectos em que foram identificadas áreas de poupança e definidos novos objectivos.

4.1.5. Aumento da exposição e internacionalização

No seguimento da estratégia de internacionalização da ZON através do lançamento da operação de *Pay-TV* (“ZAP”) em Angola e Moçambique, é desejo do grupo resultante da fusão continuar a apostar na internacionalização. De facto, a obtenção de sinergias, bem como o aumento de escala, rentabilidade e recursos, permite implementar uma estratégia de internacionalização com vista a alcançar um crescimento sustentável bastante superior àquele permitido pela capacidade actual.

Da estratégia de internacionalização foram indicados os seguintes benefícios:

- Obter um perfil de receitas e de rentabilidade inalcançável no mercado Português;
- Adquirir uma escala acrescida (de clientes, receitas e investimento) que, por sua vez, se traduzirá em maiores sinergias de custos e uma maior capacidade de desenvolvimento de produtos e serviços inovadores e mais abrangentes;
- Explorar e potenciar a experiência relativa ao desenvolvimento, promoção e venda de serviços em diferentes mercados, incluindo a possibilidade de seleccionar, em função do impacto e custos, os que se revelarem mais adequados a funcionar como mercado teste;
- Explorar e partilhar da experiência e *know-how* de colaboradores com diferentes vivências; e
- Afirmar o grupo resultante da fusão como um operador de referência internacional, aumentando a sua visibilidade e atratividade no mercado de capitais.

É, no entanto, importante referir que a prioridade do grupo passa pelo crescimento da quota de mercado nacional, em especial no sector residencial onde se tem por objectivo passar de 25% para 30% através da oferta de produtos e serviços convergentes (*quadruple play*) e de elevada qualidade.

4.2. Condições

O legislador estabelece, na alínea a) do n.º 1 do artigo 98.º do CSC, a possibilidade das administrações condicionarem o sucesso da operação de fusão à verificação de determinadas condições, que devem constar do Projecto de Fusão e ser respeitadas durante o desenrolar da operação.

No caso em estudo foram indicadas as seguintes condições:

- I. O cumprimento de todos os requisitos legais, estatutários e demais formalidades administrativas necessárias à concretização da operação;
- II. A aprovação, pelos órgãos competentes das sociedades participantes, do Projecto de Fusão;
- III. A não oposição da Autoridade da Concorrência à fusão;
- IV. A emissão de declaração de derrogação do dever de lançamento de Oferta Pública de Aquisição por parte da CMVM, nos termos do disposto na alínea c) do número 1 do artigo 189.

Devido à sua relevância temática, vamos de seguida abordar estas condições, fundamentais para o sucesso da fusão, em detalhe.

4.3. Balanços das Sociedades Participantes

Um dos elementos de maior relevo nos projectos de fusão é o balanço das sociedades participantes no processo. De forma a permitir aos accionistas decidir se devem ou não aprovar a operação, é crucial que tomem conhecimento da situação patrimonial das sociedades envolvidas, em especial os valores do activo e do passivo a ser transferidos²⁹³⁰.

A fusão por incorporação da Optimus na ZON apenas se materializará após a transferência e inscrição na contabilidade da sociedade incorporante de todos os elementos do activo e do passivo da Optimus, pelos mesmos valores que constam do seu balanço³¹. Esta transferência pelo valor contabilístico ocorre assim ao abrigo do regime especial de neutralidade fiscal previsto nos artigos 73.º e seguintes do Código do IRC.

Cumpra ainda fazer três notas:

1. O Projecto de Fusão estabelece no seu capítulo X que, do ponto de vista contabilístico e fiscal, as operações da Optimus serão consideradas como efectuadas por conta da ZON a partir do dia 1 de Janeiro de 2013, conferindo assim eficácia retroactiva à fusão;
2. A ZON, enquanto sociedade incorporante, assumirá todas as situações activas e passivas dos contratos anteriormente celebrados pela Optimus, nomeadamente no que diz respeito aos credores desta³²;

²⁹ Dependendo do tipo de fusão, a transferência pode ser para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade, nos termos da alínea d) do n.º1 do artigo 98 do CSC.

³⁰ Os balanços, assim como a restante informação do Projecto de Fusão, podem ser consultados por todos os sócios e credores das sociedades participantes na fusão, de acordo com o estipulado no artigo 101 do CSC.

³¹ Estes balanços devem remeter à data de 31 de Dezembro de 2012 pois, nos termos da alínea a) do n.º 2 do artigo 98 do CSC, foram encerrados nos seis meses que antecederam ao Projecto de Fusão.

³² O Projecto de Fusão estipula no capítulo IX que “nos termos da lei, a ZON assumirá a responsabilidade pelo pagamento de quaisquer créditos de terceiros que possam existir sobre a Sociedade Incorporada”. Verifica-se deste modo a protecção dos direitos dos credores, nos termos da alínea h) do n.º1 do artigo 98 do CSC.

3. Uma vez que a OPTIMUS SGPS, S.A. é, tal como o nome indica, uma Sociedade Gestora de Participações Sociais, pratica uma actividade económica indirecta de gestão das participações que possui. Assim sendo, com a concretização da fusão são transferidas para a sociedade incorporante todas as participações que o Grupo Optimus detém noutras sociedades³³.

³³ Estas sociedades são as seguintes: Optimus – Comunicações, S.A.; Be Artis, S.A.; Be Towering, S.A.; Per-Mar, Sociedade de Construções, S.A.; e Sontária, Empreendimentos Imobiliários S.A.

4.4. Critérios de Avaliação e Relação de Troca

Ponto de extrema relevância é a avaliação dos patrimónios das sociedades intervenientes no processo, o que permite apurar a relação de troca. A lei não estabelece nenhuma exigência quanto aos critérios de avaliação a utilizar, cabendo a sua supervisão às entidades que fiscalizam todo o Projecto de Fusão e aos accionistas, na medida que lhes incumbe o poder de aprovar ou rejeitar a fusão³⁴.

Os métodos de avaliação escolhidos pelas sociedades participantes na fusão foram os habitualmente utilizados para operações desta natureza:

- Fluxos de caixa livres descontados (*Discounted Cash Flow*);
- Aplicação de múltiplos de mercado de capitais, nomeadamente EBITDA e EBITDA-CAPEX;

Da aplicação destes critérios de avaliação apurou-se uma relação de troca cujo quociente entre o valor da ZON e o da Optimus é de 1,5³⁵. Pode-se então afirmar que após a fusão a sociedade incorporante vai ser composta em 60% pela ZON e 40% pela Optimus.

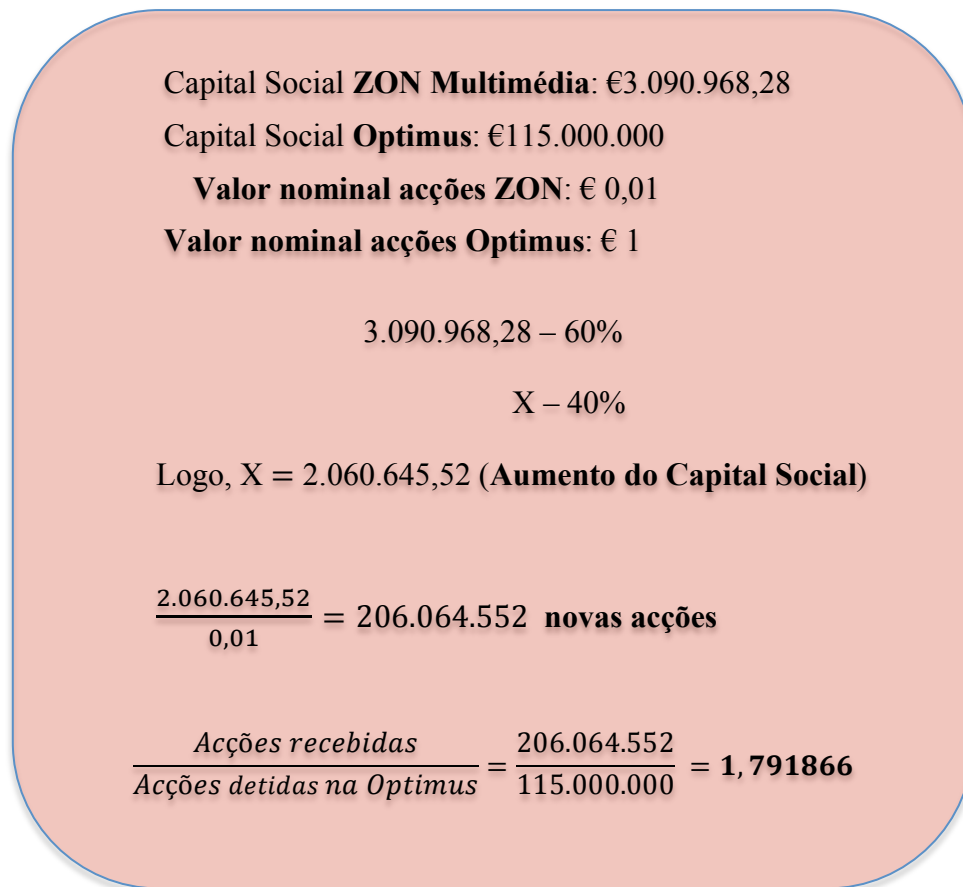
Assim, teve necessariamente que se proceder a um aumento do capital social da ZON Multimédia de €2.060.645,52, resultando no total de €5.151.613,80, bem como à emissão de 206.064.552 novas acções no valor nominal de €0.01 cada.

³⁴ Neste sentido SOFIA CARREIRO, *A fusão in Aquisição de Empresas*, Coimbra (2010), página 135.

³⁵ Valor extraído dos Capítulos VI e XIV do Projecto de Fusão. Os cálculos para determinar a relação de troca foram realizados por entidades independentes, a saber: *Banco Português de Investimento*, *Banco Santander Totta*, *Banco Espírito Santo de Investimento* e *Caixa – Banco de Investimento*.

Estas novas acções foram entregues aos accionistas da Optimus na proporção de 1,791866 acções da Sociedade Incorporante por cada acção da sociedade incorporada³⁶, conforme se explica nos seguintes cálculos:

Figura 1: Relação de troca acções ZON/Optimus



³⁶ “A diferença entre o valor dos capitais próprios da sociedade incorporada e o valor nominal global das novas acções a emitir por efeito da fusão, constituirá o prémio de emissão”, in Projecto de Fusão, Capítulo VI.

4.5. Fiscalização e Registo

A lei estabelece que as administrações das sociedades participantes no projecto de fusão devem sujeitá-lo a uma fiscalização assente em dois níveis: interna e externa. Primeiro através da comunicação aos seus órgãos de fiscalização (nas sociedades que os possuam) para que possam emitir um parecer sobre o mesmo. De seguida, ou em substituição da comunicação nos casos em que estes órgãos não existam, deve ser promovido o exame do projecto de fusão por um Revisor Oficial de Contas ou por sociedade de revisores independente³⁷.

Na operação de fusão em análise, as sociedades optaram por proceder à fiscalização através do mesmo revisor independente³⁸, tendo sido solicitada à Ordem dos Revisores Oficiais de Contas a designação do Sr. Dr. José Rodrigues de Jesus que, após minuciosa análise, emitiu o parecer favorável ao projecto de fusão e à relação de troca das participações sociais nele constante.

Concluído este processo, o projeto de fusão foi registado³⁹ e publicado⁴⁰, tendo-se seguido, a 25 de Janeiro de 2013, a convocação das assembleias gerais de accionistas e obrigacionistas que *infra* abordamos.

³⁷ Nos termos dos números 1 e 2 do artigo 99.º do CSC.

³⁸ Em conformidade com o estipulado no n.º 3 do artigo 99.º do CSC.

³⁹ O projecto de fusão foi registado por depósito na Conservatória do Registo Comercial, em conformidade com o artigo 14.º do Regulamento do Registo Comercial.

⁴⁰ Nos termos do n.º 1 do artigo 100 do CSC. A publicação confere aos sócios, credores e representantes dos trabalhadores o direito a consultar o Projecto de Fusão, conforme o artigo 101.º do CSC.

5. Assembleias Gerais

5.1. Credores

Ao longo do processo de fusão, a extinção de (pelo menos) uma sociedade e a transmissão das suas obrigações para outra, sem intervenção dos credores, levou o legislador a sentir a necessidade de proteger os seus interesses⁴¹.

O Código das Sociedades Comerciais prevê assim a tutela dos credores através da possibilidade de dedução de oposição⁴² ao projecto de fusão no prazo de um mês após a publicação do seu registo, desde que cumpridos dois requisitos: a anterioridade dos créditos à data da publicação; e o decorrer de mais de 15 dias desde a solicitação da satisfação do crédito ou da prestação de garantia, sem que o pedido tenha sido atendido. Deste modo, a oposição judicial permite que os credores que se sintam prejudicados com a operação impeçam a inscrição definitiva da fusão no registo comercial, nos termos do artigo 101.º-B do CSC.

Este regime de tutela dos credores é aplicado, com as alterações presentes no artigo 101.º-C do CSC, aos credores titulares de obrigações⁴³, que gozam assim do direito de oposição à fusão. No entanto, é necessário que o seu exercício seja antecedido por uma deliberação da assembleia de obrigacionistas⁴⁴ votada pela maioria dos credores

⁴¹ “...Com efeito, olhando a fusão sob a óptica dos credores não é possível deixar de ver nela uma substituição do devedor sem o consentimento do credor e a alteração da garantia real do seu crédito...” – ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO *Código das Sociedades Comerciais Anotado*: artigo 101 – A

⁴² A oposição judicial segue o regime previsto no artigo 1059.º do CPC, fundamentando-se no prejuízo que derive do projecto de fusão para a realização dos seus direitos.

⁴³ “Não obstante de serem valores mobiliários – 348.º do CSC e 1.º/1, b) do Código dos Valores Mobiliários -, a posição jurídica substantiva dos seus titulares é creditícia: a subscrição de obrigações confere ao obrigacionista um direito de crédito sobre a sociedade. Nesta medida, a posição jurídica dos obrigacionistas aproxima-se da posição dos demais credores sociais. Justifica-se, assim, a equiparação do regime.” - ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, p 357.

⁴⁴ Para cada emissão de obrigações, terá que ocorrer uma assembleia correspondente. A estas assembleias obrigacionistas, aplica-se o disposto no artigo 355.º do CSC.

presentes e representados. Após a aprovação da oposição, este direito deve ser deduzido colectivamente através de um representante eleito por aquela assembleia⁴⁵.

No processo de fusão em estudo, em seguimento da convocação a 25 de Janeiro de 2013, foram realizadas duas assembleias gerais de obrigacionistas referentes a obrigações escriturais emitidas pela ZON Multimédia SGPS, S.A., nos montantes de €200.000.000 e €157.500.000. Após se pronunciarem sobre a fusão mediante a incorporação e transferência do património da Optimus, os obrigacionistas presentes nas assembleias deliberaram não exercer o direito de oposição.

Semelhante postura adoptaram os credores das duas sociedades ao não deduzirem oposição ao projecto de fusão no prazo estipulado pela lei para o fazer.

5.2. Accionistas

Para a concretização do processo de fusão é indispensável a aprovação do projecto de fusão pelos accionistas das sociedades envolvidas na operação. Devido à relevância deste acto societário, o legislador concede especial destaque a esta temática.

Estabelece o n.º 2 do artigo 100.º do CSC que *o projecto de fusão deve ser submetido a deliberação dos sócios de cada uma das sociedades participantes* em assembleias gerais convocadas com a antecedência mínima de um mês. Estamos perante uma clara reserva da competência da assembleia geral, o que não impede os sócios de tomar deliberações unânimes por escrito ou reunir em assembleias universais, nos termos do artigo 54.º do CSC.

No entanto, as deliberações tomadas nas assembleias gerais de accionistas das sociedades envolvidas devem limitar-se a aprovar ou rejeitar a proposta de fusão, que terá necessariamente que ser idêntica. De acordo com o n.º 3 do artigo 102.º do CSC, caso as assembleias introduzam modificações à proposta, considera-se a mesma rejeitada, sem prejuízo da sua posterior renovação.

⁴⁵ Nos termos do número 3 do artigo 101.º-C do CSC.

O legislador, no artigo 103.º do CSC, para além de submeter o registo da fusão ao consentimento prévio dos sócios nas situações em que os seus interesses sejam prejudicados⁴⁶⁴⁷, equipara também a fusão a um acto modificativo das sociedades⁴⁸, ao estabelecer que a sua deliberação deve ser tomada *nos mesmos termos previstos para a alteração do contrato de sociedade*, salvo se a lei ou o próprio contrato estipulem coisa diferente. Ou seja, na falta de disposição especial, apenas estão reunidas as condições que permitam a deliberação do projecto de fusão caso se cumpram os requisitos exigidos para cada tipo de sociedade modificar o seu contrato, em especial o quórum.

Deste modo, como as entidades participantes no processo de fusão em estudo são sociedades anónimas, as suas deliberações devem ser tomadas por dois terços dos votos emitidos quer a assembleia reúna em primeira ou segunda convocatória⁴⁹, a não ser que na assembleia reunida em segunda convocatória estejam presentes ou representados accionistas detentores de, pelo menos, metade do capital social, permitindo deste modo que a deliberação seja tomada por maioria simples⁵⁰.

A 7 de Março de 2013, mais de um mês após a data da publicação da convocatória, os accionistas da ZON reuniram-se em assembleia geral extraordinária, tendo deliberado o seguinte⁵¹:

1. A ratificação da cooptação dos vogais não executivos do Conselho de Administração, tendo em vista o mandato correspondente ao triénio 2010/2012;

⁴⁶ Nos termos do artigo 55.º, o consentimento dos sócios prejudicados com a fusão pode ser tácito ou expresso.

⁴⁷ De acordo com o número 2 do artigo 103, é necessário obter o consentimento dos sócios nos casos em que a fusão: *a) aumentar as obrigações de todos ou alguns sócios; b) afectar direitos especiais de que sejam titulares alguns sócios; c) alterar a proporção das suas participações sociais em face dos restantes sócios da mesma sociedade, salvo na medida em que tal alteração resulte de pagamentos que lhes sejam exigidos para respeitar disposições legais que imponham valor mínimo ou certo de cada unidade de participação.*

⁴⁸ No mesmo sentido, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO Código das Sociedades Comerciais Anotado: artigo 103.º.

⁴⁹ Conforme prevê o número 3 do artigo 386.º que remete para o número 2 do artigo 383.º que exige que em primeira convocação *devem estar presentes ou representados accionistas que detenham, pelo menos, acções correspondentes a um terço do capital social.*

⁵⁰ Conforme estipula os números 3 e 4 do artigo 386.º.

⁵¹ Informação recolhida do Comunicado ZON Multimédia de 7 de Março de 2013.

2. A aprovação do Projecto de Fusão e respectivos anexos, relativos à fusão por incorporação da Optimus na ZON, bem como de todas as alterações aos estatutos da ZON Multimédia que nele estão previstas, designadamente:
 - i. O aumento do capital social da ZON Multimédia de €3.090.968,28 para €5.151.613,80, com a decorrente emissão de 206.064.552 novas acções, mantendo o valor nominal de €0.01;
 - ii. A alteração da denominação social da ZON Multimédia para “ZON OPTIMUS, SGPS, S.A.”.
3. A concessão de poderes a quaisquer dois membros da Comissão Executiva da ZON Multimédia para executar as deliberações adoptadas no ponto dois.

É de realçar que as deliberações do ponto 2 foram aprovadas por 98,9% dos votos emitidos, o que comprova a motivação dos accionistas da ZON para concluir o processo de fusão. Na mesma data, reuniu também a Assembleia Geral de accionistas da Optimus, na qual o accionista único deliberou a aprovação do Projecto de Fusão e respectivos documentos anexos.

No entanto, tal como referido no ponto 4.2 da presente dissertação, a eficácia da deliberações das assembleias gerais de accionistas fica ainda sujeita à verificação das restantes três condições:

- I. O cumprimento de todos os requisitos legais, estatutários e demais formalidades administrativas necessárias à concretização da operação;
- II. A não oposição da Autoridade da Concorrência à fusão;
- III. Emissão de declaração de derrogação do dever de lançamento de Oferta Pública de Aquisição por parte da CMVM.

6. Dever de Lançamento de OPA

Devido à extrema relevância que o tema apresenta tanto a nível jurídico como para o caso em estudo, optámos por dividir a sua abordagem em três fases distintas. Começando com a análise das diferentes modalidades de ofertas públicas de aquisição (OPAs) e seu papel nas relações societárias, explanamos de seguida as razões que fundamentam a existência de excepções ao dever do seu lançamento, concluindo com a aplicação ao caso concreto da fusão por incorporação da Optimus na ZON.

6.1. Enquadramento temático

Nas palavras de Pedro Pais de Vasconcelos, “... o aparelho legislativo e regulamentar do mercado dos valores mobiliários é orientado por duas ideias dirigentes: a defesa do mercado, objectivamente considerado em si como instituição, e a defesa dos investidores subjectivamente encarados na sua singularidade, sejam eles indivíduos ou empresas...”⁵². Há assim uma dicotomia dos principais valores a proteger pelo direito dos valores mobiliários, tendo em vista a sua estabilidade e segurança, que vale a pena ser analisada.

Nos termos do artigo 109º do Cód. VM, consideram-se públicas as ofertas relativas a valores mobiliários dirigidas, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados. Estas ofertas, que mais não são do que propostas contratuais dirigidas ao público, visam a subscrição, venda, aquisição ou troca de participações sociais através de um processo especialmente estipulado pela lei, tendo subjacente uma contrapartida em dinheiro e/ou em valores mobiliários⁵³.

⁵² Cfr PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*, in *Direito das Sociedades em Revista* volume 3, (2010), p. 13.

⁵³ V. JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, Coimbra (1998), pp. 283-332; PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* (2011), 543-640; ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais – Valores Mobiliários e Mercados*, Coimbra (2013), pp. 809–822.

Para a presente reflexão apenas nos vamos debruçar sobre as ofertas públicas de aquisição, que de acordo com o artigo 173º, podem ter por objecto a totalidade das acções e dos demais valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição (OPA *geral*), ou apenas parte desses valores mobiliários (OPA *parcial*).

Intrinsecamente relacionada com o conceito de controlo das sociedades visadas, é comum distinguir estas ofertas públicas consoante o seu lançamento tenha surgido por livre iniciativa do oferente ou se resultou numa imposição legal, denominando-se respectivamente por OPA *voluntária* e OPA *obrigatória*. Enquanto a primeira é fruto de uma decisão livre do oferente que pode ter por objectivo a obtenção do controlo da sociedade, a obrigatoriedade de lançamento de OPA ocorre numa fase subsequente à aquisição desse controlo, que sendo necessariamente de cariz geral, é justificada com a necessidade de protecção dos accionistas minoritários⁵⁴.

Assim, conforme estipula o artigo 187º, o dever de lançamento de OPA constitui-se na esfera jurídica de um sujeito ou entidade quando estes adquirem, de forma directa ou indirecta (nos termos do artigo 20º), uma participação superior a um terço ou metade dos direitos de voto⁵⁵ correspondentes ao capital social de uma sociedade aberta⁵⁶. O facto que origina o dever de lançar OPA decorre então de dois patamares de domínio, podendo este ser real ou presumido: enquanto que a presunção de um terço é ilidível perante prova de que o accionista em questão não tem o domínio da sociedade, a de metade é inilidível.

Deste modo, é através do recurso a estes limites cumulativos que o ordenamento jurídico pressupõe a obtenção do controlo ou domínio das sociedades visadas, impondo o dever de lançamento de oferta pública com o intuito de evitar a discriminação entre accionistas perante a repartição do prémio de controlo e de

⁵⁴ No entanto, o sucesso da operação depende sempre dos titulares dos valores mobiliários sobre os quais a oferta recaiu, cabendo a estes a liberdade para aceitar, ou recusar, a proposta.

⁵⁵ É importante fazer referência que para o Código dos Valores Mobiliários, o domínio de uma sociedade depende dos direitos de voto imputados e não das acções detidas.

⁵⁶ No entendimento do Professor Carlos Ferreira de Almeida este dever pressupõe a verificação de alteração do controlo efectivo da sociedade: “... o dever não decorre de qualquer situação estática de domínio, depende de ter havido alteração ou mudança de domínio da sociedade visada, porque só uma tal mudança explica cada um dos fundamentos do dever de lançamento e justifica a compensação em favor dos accionistas minoritários...” in CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA Obrigatória no Direito Português*, Instituto dos Valores Mobiliários (2013), p.10-11.

assegurar a possibilidade de exoneração dos minoritários, numa altura em que a saída voluntária por via da alienação de acções está limitada pela concreta situação de falta de liquidez dos títulos⁵⁷.

Estamos perante a opção do legislador em consagrar o princípio da igualdade de tratamento dos titulares de valores mobiliários⁵⁸, permitindo aos accionistas minoritários vender as suas participações pelo preço idêntico ao obtido pelos transmitentes da posição de controlo. Desta forma, o dever de lançamento de OPA assegura a dupla função de, por um lado, tutelar os interesses dos investidores ao equiparar os accionistas que deixaram a sociedade aos que nela permaneceram, e por outro, legitimar, *a posteriori*, a ultrapassagem dos limites de direitos de voto que presumem o controlo de sociedade aberta⁵⁹.

Esta posição legislativa justifica-se na medida em que intrínseco ao domínio de uma sociedade, encontra-se o poder para alterar a sua gestão e direcção económico-financeira, definindo novas directrizes a ser seguidas pela administração. Este facto, para além de alterar as condições que levaram os investidores a subscrever o capital da sociedade, pode dar origem a potenciais perigos para os accionistas minoritários e para a própria sociedade. Está aqui em causa a possibilidade de ocorrer situações de conflitos de interesses por o accionista controlador prosseguir fins externos à sociedade, retirando benefícios privados do controlo⁶⁰.

Compreende-se então que o artigo 187.º não exija a demonstração de que a mudança do controlo societário afecte negativamente os interesses dos sócios para requerer o lançamento de OPA. Na óptica do legislador, os riscos inerentes a essa mudança carecem de uma maior protecção jurídica, justificando assim a opção de facultar a saída imediata dos accionistas da sociedade.

⁵⁷ Neste sentido, entre outros, JULIANO FERREIRA, *Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição* (2011).

⁵⁸ Em concordância com o estipulado no artigo 15, 112º e 197 do Cód.VM e na Directiva comunitária 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição.

⁵⁹ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., p. 619; CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA Obrigatória no Direito Português*, Instituto dos Valores Mobiliários (2013), p. 9.

⁶⁰ Definimos benefícios privados do controlo como sendo toda a expropriação de riqueza que não é repartida proporcionalmente pelos accionistas em função das suas participações no capital social, verificando-se assim uma satisfação de interesses pessoais do controlador em prejuízo dos societários.

6.2. Excepções à OPA

Com a evolução do regime dos valores mobiliários e da própria vida societária, verificaram-se situações em que, não obstante das participações sociais imputadas a um accionista ultrapassarem os limites percentuais de direitos de voto estabelecidos no artigo 187.º, a aquisição efectiva do controlo não se materializava, ou ocorria tendo na sua génese um facto que a legitimava, dando assim origem à necessidade do ordenamento jurídico prever excepções ao dever de lançamento de OPA.

Através da análise ao Código dos Valores Mobiliários é possível distinguir excepções assentes em quatro níveis⁶¹: *inexigibilidade* ou *prova negativa do domínio* (art. 187º n.º2); *derrogações* – resultantes de lançamento prévio de OPA geral, saneamento financeiro, ou fusão de sociedades – (art. 189º); *suspensão do dever* (art. 190º); e *substituição no cumprimento do dever* (art. 191º n.º2).

Tomando em consideração o tema central da presente dissertação, é útil e desejável a análise da derrogação do dever de lançamento de OPA derivada da fusão de sociedades.

Conforme explanado *supra*⁶², no decorrer de um processo de fusão, as administrações gozam de total discricionariedade para avaliar os seus patrimónios e apurar as relações de troca das suas participações sociais. No seguimento desses cálculos é estipulada a atribuição de acções para os sócios da(s) sociedade(s) extinta(s), podendo resultar numa alteração do controlo e da estrutura accionista da sociedade incorporante ou resultante de fusão.

Pese embora o facto de que, regra geral, a fusão de sociedades resulta numa fragmentação das participações sociais, se na sequência operação de concentração se verificar, directa ou indirectamente, a ultrapassagem dos limites de direitos de votos considerados como pressupostos do dever de lançamento de OPA, recai sobre os accionistas a quem as participações são imputadas a obrigação de efectuar esse

⁶¹ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., p. 653.

⁶² Cfr. *supra* ponto 4.4.

lançamento, podendo inclusivamente ser responsabilizados em caso de incumprimento do dever imposto.

Todavia, esta situação nem sempre se materializa uma vez que a lei concede às operações de fusão a excepcional capacidade de legitimar a aquisição do controlo, derogando a obrigação inerente à mesma, exigindo no entanto que os accionistas das sociedades participantes tenham previamente aprovado em assembleia geral essa intenção, cumprindo assim o requisito constante da alínea c) do número 1 do art.º 189.⁶³.

Deste modo, a derrogação do dever justifica-se essencialmente em factores inerentes à vontade das partes, na medida em que para a fusão se concretizar é previamente exigida a deliberação nesse sentido, emitida por maioria qualificada dos accionistas presentes nas assembleias gerais das sociedades fusionadas⁶⁴, bem como a prévia negociação dos seus órgãos de administração do projecto de fusão. Assim, as modificações sociais decorrentes da junção de sociedades foram antecedidas pela votação dos seus accionistas, levando a que a nova posição de controlo seja alvo do seu consentimento, restando à CMVM pronunciar-se sobre a derrogação nos termos do n.º2 do art.º 189.º.

Contudo, não podemos deixar de nos interrogar sobre o motivo pelo qual o regime das derrogações concede aos accionistas, no artigo 189.º, a capacidade de afastar o dever de lançamento de OPA em sede de fusão, mas não o permite noutras situações de aquisição de valores mobiliários. Consideramos que o facto de, no caso de fusão, os accionistas potencialmente beneficiários da OPA prescindirem do seu direito através de uma deliberação da Assembleia Geral aprovada por maioria qualificada não é suficiente para justificar esta posição legislativa.

Imaginemos a seguinte situação: o accionista A detém 20% do capital social e direitos de voto da sociedade X, mas pelos mais variados motivos pretende aumentar a sua participação na sociedade e adquirir mais 30% do capital social. Independentemente

⁶³ Não obstante da alínea c) do n.º1 do artigo 198.º apenas exigir a deliberação *da assembleia geral da sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria dirigida*, consideramos que deve existir semelhante deliberação em todas as sociedades participantes no processo de fusão, respeitando o artigo 100 n.º 2 CSC. No mesmo sentido JULIANO FERREIRA, *Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição*, cit., 207.

⁶⁴ Cfr. *supra* ponto 5.2.

dos eventuais benefícios que esta posição de controlo poderia trazer para a própria sociedade, o regime jurídico actual inibe o accionista de o fazer pois este não deseja possuir na sua esfera jurídica a obrigação de efectuar uma oferta pública de aquisição sobre a totalidade das participações da sociedade.

Com efeito, consideramos que o legislador deve rever o regime das derrogações de forma a permitir que a estrutura accionista, reunida em Assembleia Geral, tenha igualmente a possibilidade de derrogar o dever de lançamento de OPA no âmbito das restantes aquisições de valores mobiliários, em semelhança com o que sucede nas operações de fusão⁶⁵.

Por último, cumpre fazer uma breve nota relativa ao possível conflito de interesses entre o accionista que passará a deter a posição de controlo e os demais. Não obstante do legislador não fazer qualquer referência quanto ao eventual impedimento do exercício de voto nas deliberações que visam aprovar a fusão e derrogar o dever de lançamento de OPA, é de ponderar a possibilidade de apenas poderem intervir nas mesmas os accionistas cujas participações sociais não ultrapassem, em resultado da fusão, os limites constitutivos do próprio dever.

Esta opção legislativa, adoptada em alguns ordenamentos jurídicos que não o nosso⁶⁶, evita que os accionistas com maior poder e participações societárias sujeitem a sua posição aos demais, permitindo que a derrogação em questão seja deliberada por quem não beneficie directamente da mesma⁶⁷.

⁶⁵ Não obsta a nossa opinião o facto de que o Projecto de Fusão, previamente elaborado em conjunto pelas administrações das sociedades envolvidas, permitir aos accionistas tomar conhecimento dos motivos, condições e objectivos da operação, conferindo-lhes uma maior protecção para deliberar a derrogação de OPA.

⁶⁶ A título de exemplo, repare-se que na Bélgica ocorre a impossibilidade dos accionistas beneficiários da derrogação da OPA votarem na deliberação da fusão.

⁶⁷ Como estabelece Juliano Ferreira “... admitir a participação no processo deliberativo do accionista que apenas será beneficiado pela aprovação da fusão constitui a aceitação de um desequilíbrio injustificado entre accionistas, pois o voto daquele não só servirá para formação do quórum constitutivo (1/3) como (...) para preencher o quórum deliberativo (2/3), permitindo, dessa forma, impor aos demais uma situação de factual sujeição ...” in *Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição*, cit., 209.

6.3. Aplicação da derrogação na fusão em análise

A 18 de Abril de 2013, no seguimento de um requerimento, a CMVM deferiu o pedido de derrogação do dever de lançamento de oferta pública de aquisição, em conformidade com o estipulado na alínea c) do n.º 1 do art. 189.º. O emissor do requerimento foi a ZOPT, SGPS, S.A., sociedade que com a concretização do processo de fusão passaria a deter a titularidade de acções representativas de mais de 50% dos direitos de voto inerentes ao capital social da ZON OPTIMUS, o que pressupõe a detenção do controlo da sociedade e o inerente dever de lançamento de OPA geral.

Sendo uma das condições essenciais a que ficou sujeita a concretização da operação de fusão, esta derrogação englobou contudo uma série de especificidades jurídicas que merecem a nossa cuidada reflexão.

Em primeiro lugar devemos fazer uma breve referência à sociedade sobre a qual recaiu a imposição legal. Conforme abordado *supra*⁶⁸, a ZOPT é um *special purpose vehicle* constituído no seguimento de um acordo parassocial entre a Sonaecom, Kento Holding Limited e Unitel International Holdings, tendo como principal objectivo obter o domínio da ZON após a incorporação da Optimus.

Para assim suceder, os accionistas da ZOPT comprometeram-se a transferir para esta entidade as participações que detinham nas duas sociedades fusionadas, passando a holding a ser titular de mais de metade dos direitos de voto da sociedade resultante da fusão, alcançando desta forma o seu domínio. É de extrema importância realçar que, nos termos do artigo 16.º e alíneas b), c) e h) do n.º1 do artigo 20.º, esta percentagem de direitos de voto que permite atingir a posição de controlo é imputável a todos os accionistas da ZOPT, bem como a todas as entidades que com eles se encontram em relação de domínio.

⁶⁸ Cfr. *supra* ponto 3.3.

Esta imputação justifica-se com o facto de a ZON ser uma sociedade anónima com o capital aberto ao investimento público, o que levou o legislador a estabelecer um especial cuidado, patente na imputação dos direitos de voto a outros sujeitos jurídicos para além dos que efectivamente são os titulares dos valores mobiliários ou gozam do seu usufruto⁶⁹. Assim, torna-se relevante descortinar, recorrendo à aplicação dos critérios constantes nos artigos 20.º a 21.º-A, quais as entidades que possuem influência decisiva sobre os direitos de voto, incidindo sobre as mesmas a obrigação de lançamento de OPA por ultrapassar, indirectamente, os limites constantes no artigo 187.º n.º1.

Uma vez que os accionistas da ZOPT se encontram sujeitos a um domínio conjunto por parte do Sr. Eng.º Belmiro de Azevedo sobre a Sonaecom, e da Sra. Eng.ª Isabel dos Santos sobre a Kento Holding Limited e Unitel International Holdings (Grupo K/J), as participações sociais detidas pela holding de controlo são igualmente imputáveis a estes *ultimate beneficial owners*, em conformidade com as alíneas b) e c) do n.º1 do artigo 20.º e artigo 21.º.

Resulta do exposto que o dever de lançamento de oferta pública de aquisição incide assim sobre todas estas entidades, na medida em que lhes são imputáveis, juntamente com a ZOPT e seus accionistas, mais de 50% dos direitos de voto da ZON OPTIMUS.

Contudo, esta imposição legal não se verificou pois a CMVM deferiu o pedido de derrogação previsto no art. 189.º n.º 1 c), com fundamento no facto de que “...constava expressamente da deliberação da assembleia geral da ZON, sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria dirigida, que da operação resultaria o dever de lançamento de oferta pública de aquisição...”⁷⁰.

⁶⁹ No prómio do n.º 1 do artigo 20.º está subentendido que é na titularidade ou usufruto das acções que a imputação *directa* se verifica, sendo as alíneas constantes desse artigo os critérios de imputação *indirecta*.

⁷⁰ Informação retirada da deliberação da CMVM, disponível para consulta pública em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR44604.pdf>.

Assim, uma vez ultrapassada a barreira da eventual obrigação de lançamento de OPA, já nada obsta a que os *ultimate beneficial owners* exerçam indirectamente o seu domínio através da holding de controlo.

Por último, consideramos importante realçar o facto de que, no caso em análise, a obrigação de lançar OPA não deriva das estruturas accionistas das sociedades prévias à concretização da fusão, mas sim da operação intermédia promovida por alguns titulares de participações sociais. Caso estes não tivessem criado ZOPT, uma vez que a Sonaecom era a única accionista da Optimus, com a conclusão da operação de fusão, aquela e as entidades com as quais se encontra em relação de domínio, seriam imputadas de uma participação de 40% da ZON OPTIMUS, ou seja, superior a um dos limites originários da obrigação de lançamento de OPA.

Caso assim fosse, apesar de nada obstar a Sonaecom de recorrer também à derrogação nos termos do artigo 189.º, mais dificilmente os accionistas envolvidos no processo poderiam unir esforços para uma governação conjunta da ZON OPTIMUS.

7. Registo Definitivo

Cumpridos os trâmites legais e administrativos requeridos para situações análogas, a 26 de Agosto de 2013 a Autoridade da Concorrência emitiu a decisão final de não oposição à fusão. No entanto, até à tomada da deliberação decorreu um período de negociações que resultou com a assunção de alguns compromissos de carácter jusconcorrencial por parte das sociedades envolvidas no processo de fusão⁷¹.

Cumprido este requisito, seguiu-se a derradeira etapa: a inscrição da fusão no registo comercial⁷². Este registo definitivo da fusão teve como efeitos imediatos a extinção da Optimus, a transferência global do seu património para a ZON e a atribuição aos accionistas da sociedade incorporada de acções⁷³.

No entanto, a conclusão do processo de fusão acarretou ainda outros resultados, como é exemplo a alteração da denominação social da sociedade incorporante para ZON OPTIMUS, SGPS, S.A., ou o início da eficácia da deliberação da CMVM de deferimento do pedido de derrogação do dever de lançamento de OPA.

Por seu lado, a ZOPT procedeu ao aumento do seu capital social por entradas em espécie, tendo adquirido acções relativas a 28,81% do capital social da ZON (agora ZON OPTIMUS) e 81,807% de acções relativas ao capital social da Optimus⁷⁴. Com aumento de capital da ZON OPTIMUS e a respectiva emissão de novas acções, estas foram entregues na proporção de 1,791866 por cada acção da entretanto extinta Optimus.

⁷¹ O relatório em que se fundamentou a decisão de não oposição ao processo de fusão pode ser consultado em: http://www.concorrenca.pt/FILES_TMP/2013_05_final_net.pdf

⁷² De acordo com o artigo 111º do CSC, a inscrição da fusão no registo comercial deve ser requerida por *qualquer dos administradores das sociedades participantes na fusão ou da nova sociedade*.

⁷³ Para que esta atribuição fosse possível teve que ocorrer um prévio aumento de capital social da ZON, passando de €3.090.968,28 para €5.151.613,80, correspondendo à emissão de 206.064.552 novas acções de valor nominal €0.01.

⁷⁴ Estas acções foram alienadas, respectivamente, pelo Grupo K/J e pela Sonaecom.

Como resultado, a ZOPT ficou titular de 50,01% das acções representativas do capital social da ZON OPTIMUS, passando a ser imputável uma participação qualificada superior a metade do capital social e direitos de voto a todas as entidades que com ela possuam uma relação constante nas situações estabelecidas pelo artigo 20º.

Tabela 4: Estrutura accionista ZON OPTIMUS, SGPS, S.A. a 30 de Setembro de 2013

Accionistas	Número de Acções	% Capital Social
ZOPT, SGPS, S.A.	257.632.005	50,01%
Sonaecom, SGPS, S.A.	37.489.324	7,28%
Banco BPI, S.A.	23.344.798	4,53%
Fundação José Berardo e Metalgest, SGPS, S.A.	17.999.249	3,49%
Espírito Santo Irmãos, SGPS, SA	15.455.000	3,00%
Joaquim Alves Ferreira de Oliveira	14.955.684	2,90%
Outros accionistas	148.326.945	28,78%
Total	515.203.005	100%

Fonte: ZON Multimédia, R&C 2013.

Parte III

Análise

8. Análise Crítica

Após a análise do sector de comunicações nacional, descrição pormenorizada das várias etapas do processo de fusão – desde a sua promoção até à inscrição no registo comercial – e das sociedades envolvidas no mesmo, bem como explanação das diversas situações jurídicas derivadas da operação de concentração, cumpre agora retirar as ilações mais relevantes.

Independentemente da sua capacidade económica, financeira, organizacional, ou administrativa, inerente à realidade de qualquer empresa está a possibilidade de a mesma vir a ser adquirida por outra empresa ou grupo económico. Uma vez que esta é uma matéria que pertence à autonomia privada das entidades envolvidas, não há um procedimento previamente definido que os processos de aquisição devam obedecer, gozando as partes de total liberdade. É no entanto possível segmentar a forma através da qual a transferência do domínio da empresa ocorre, consoante seja por *concurso directo*, *lançamento de oferta pública de aquisição* ou *negociação directa entre as partes*⁷⁵.

Entre as diferentes operações de concentração de empresarial, a fusão de empresas é, tal como explanado anteriormente, a que deriva de uma negociação prévia entre as administrações de duas ou mais sociedades, resultando sempre na extinção de (pelo menos) uma e a transmissão global do seu património para a sociedade incorporante.

O que distingue a operação de fusão abordada na presente dissertação das demais é o facto de a mesma possuir três particularidades que a tornam única no panorama nacional de concentração empresarial, conforme exposto de seguida.

⁷⁵ Cfr. neste sentido, PAULO CÂMARA/MIGUEL BRITO BASTOS, *O Direito de Aquisição de Empresas: uma introdução*, in *Aquisição de Empresas*, Lisboa (2010), p 20. Ver também JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A Empresa Como Objecto de Negócios – “Asset Deals” versus “Share Deals”*, in *Revista da Ordem dos Advogados* (2008).

I. Vontade dos accionistas

O primeiro aspecto distintivo da fusão deriva do facto de a negociação que esteve na base do seu processo não ocorrer por livre iniciativa dos órgãos de gestão das sociedades envolvidas, mas sim por um prévio acordo alcançado por alguns accionistas (Sonaecom, Kento Holding Limited e Unitel International Holdings) que visava a promoção da operação junto das respectivas administrações.

Embora não esteja definido na lei quem deva ser o responsável por tomar o impulso inicial tendo em vista a concretização de um processo de fusão, regra geral estas operações são promovidas pelos Conselhos de Administração e não pelas estruturas accionistas. Torna-se assim relevante apurar se o movimento dos accionistas que desencadeou a concentração comprometeu de alguma forma os deveres fiduciários dos administradores.

A nossa conclusão foi no sentido de que estes deveres não ficaram abalados, na medida em que não obstante da vontade dos detentores dos valores mobiliários em avançar com o processo, de acordo com a alínea m) do artigo 406º do CSC é da exclusiva competência das administrações deliberar sobre projectos de fusão. Assim, os órgãos executivos das sociedades em questão não se viram vinculados ao desejo dos accionistas de promover a fusão, ficando a sua actuação livre para decidir o que fazer, tendo como objectivo a protecção dos interesses da sociedade.

Porém, as administrações das sociedades envolvidas optaram por avançar com o processo, e no seguimento das negociações ficou decidido que a operação de fusão, caso cumprisse todos os requisitos estatutários e legais, iria ocorrer na modalidade de incorporação da Optimus na ZON, procedendo-se ao aumento de capital da segunda e correspondente entrega de acções aos accionistas da sociedade incorporada.

II. Criação de holding de controlo

Na sequência da celebração de um acordo parassocial, as entidades promotoras da fusão decidiram criar uma holding, a ZOPT, SGPS, S.A., através da qual, após a transferência das suas participações sociais, a sociedade resultante da fusão – ZON OPTIMUS, SGPS, S.A. - seria controlada⁷⁶. Estamos assim perante um acordo de eficácia relativa entre as partes que o subscreveram⁷⁷.

Esta sociedade-veículo detida em partes iguais pelos *ultimate beneficial owners* das sociedades accionistas (Sr. Eng.º Belmiro de Azevedo e Sra. Eng.ª Isabel dos Santos) é constituída pelas seguintes participações sociais: 50% pertencente à Sonaecom e 50% Grupo K/J (englobando 17,35% propriedade da Kento e 32,65% da Jadeium).

Deste modo, a constituição da ZOPT, assim como a divisão equitativa do seu capital social e direitos de voto, permite a estes *ultimate beneficial owners* a obtenção conjunta do controlo ZON OPTIMUS, exercida indirectamente por intermédio da holding.

III. Derrogação de OPA

O último ponto que consideramos que merece um especial destaque está relacionado com a derrogação do dever de lançamento de oferta pública de aquisição, emitida pela CMVM a pedido da ZOPT.

Conforme analisado *supra*⁷⁸, nos termos do artigo 187, este dever pressupõe o domínio de uma sociedade aberta e a titularidade, directa ou indirecta⁷⁹, de um terço ou metade dos direitos de voto inerentes ao capital social, estando na sua origem a

⁷⁶ Cfr. *supra* ponto 3.1.

⁷⁷ Nos termos do artigo 19.º, os acordos que visam adquirir, manter ou reforçar uma participação qualificada em sociedade aberta, devem ser comunicados à CMVM no prazo de 3 dias. Está aqui patenta a posição do legislador em contribuir para a transparência do mercado.

⁷⁸ Cfr. *supra* capítulo 6.

⁷⁹ Nos termos do artigo 20.

necessidade de protecção dos accionistas minoritários, concedendo-lhes a possibilidade de sair da sociedade e compartilhar no prémio de controlo.

Ora, a sociedade gestora de participações sociais ZOPT, após transferência por parte dos seus accionistas, detinha na sua esfera patrimonial 81,807% do capital social da Optimus e 28,81% da ZON. Porém, com a efectivação da fusão entre as duas sociedades, o total das participações sociais da ZOPT consubstanciou-se numa participação qualificada superior a 50% dos direitos de voto da ZON, concedendo-lhe assim a posição de controlo da sociedade e a imposição legal de lançamento de oferta pública.

No entanto, este dever, imputável de acordo com o artigo 20 a todas as entidades que tenham influência decisiva sobre os direitos de voto, foi derogado pela CMVM com justificação no facto de que constava da deliberação dos accionistas que aprovaram o Projecto de Fusão a indicação de que da operação resultaria essa obrigação, sendo igualmente condição para o desenrolar do processo a sua derrogação nos termos do art. 189.º n.º1 c).

Deste modo, esta derrogação não incidiu sobre as estruturas das sociedades participantes no processo de fusão, mas sim sobre a holding de controlo promovida pelos accionistas dessas sociedades.

Assim, no seguimento de um pacto parassocial, os *ultimate beneficial owners* congregaram as participações sociais que detinham em duas sociedades com elevado grau de complementaridade, fomentando uma fusão que deu origem a uma sociedade controlada pelos mesmos e evitando ao mesmo tempo que desta posição de controlo decorresse a obrigação de lançar uma oferta pública de aquisição.

A relevância deste ponto justifica-se na medida em que esta deliberação de derrogação do dever de lançamento de OPA através da fusão foi das poucas derrogações ocorridas em Portugal. É assim bastante interessante apurar a forma como situações pouco comuns são enquadradas e processadas no sistema jurídico nacional.

9. Conclusão

Numa época em que a economia europeia ainda está a recuperar da crise financeira de 2008, torna-se extremamente importante que os órgãos decisores das empresas encontrem alternativas para fazer face à redução das receitas, bem como à frágil situação económica dos mercados e consumidores.

Neste contexto, a concentração empresarial, seja esta horizontal ou vertical, surge como uma solução válida para o efeito, permitindo às empresas obter economias de escala, bem como uma série de outras vantagens económicas e organizativas.

Com a presente dissertação esperamos ter conseguido demonstrar as particularidades inerentes a uma das operações de concentração mais mediáticas dos últimos anos em Portugal: a fusão da Optimus na ZON através da incorporação da primeira.

Para além do seu mediatismo associado ao envolvimento de duas das empresas com maior prestígio, dimensão e presença no mercado nacional, esta operação distingue-se das demais pela elevada complexidade jurídica que englobou.

De facto, no panorama jurídico nacional não é comum ocorrerem situações de derrogação do dever de lançamento de OPA resultantes de uma fusão empresarial. Ainda mais particular se torna atendendo ao facto de que a participação qualificada sobre a qual a derrogação incidiu estar inerente à constituição de uma holding de controlo por parte de alguns accionistas das sociedades fusionadas.

Estamos assim perante um caso único no contexto nacional, pelo que devemos enaltecer a destreza dos accionistas envolvidos, sendo de esperar que situações análogas venham a ocorrer noutras sociedades.

10. Bibliografia

- ABREU, JORGE COUTINHO DE (coord.), *Estudos de Direito das Sociedades*, Almedina (2013);
- ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais – Valores Mobiliários e Mercados*, Coimbra (2013);
- ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, *OPA Obrigatória no Direito Português*, Instituto dos Valores Mobiliários (2013);
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *A igualdade de tratamento dos accionistas na OPA*, in *Direito das Sociedades em Revista* volume 3, Coimbra (2010);
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *A Empresa Como Objecto de Negócios – “Asset Deals” versus “Share Deals”*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Lisboa (2008)
- BAIRROS, RITA MAFALDA PINTO, *Os Acordos Parassociais – Breve Descrição*, in *Revista de Direito das Sociedades*, n.º 1-2, Coimbra (2010);
- CÂMARA, PAULO, *As Ofertas Públicas de Aquisição*, in *Aquisição de Empresas*, Lisboa (2010);
- CÂMARA, PAULO, *Conflito de Interesses no Direito Financeiro e Societário – Um Retrato Anatómico*, em *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a partir da Crise Financeira*, Coimbra (2010);
- CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª edição, Coimbra (2011);
- CÂMARA, PAULO, *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume II (2000);
- CÂMARA, PAULO/BASTOS, MIGUEL BRITO, *O Direito de Aquisição de Empresas: uma introdução*, in *Aquisição de Empresas*, Lisboa (2010);

- CARREIRO, SOFIA, *A Fusão*, in *Aquisição de Empresas*, Lisboa (2010);
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Manual de Direito das Sociedades, Volume 2*, Coimbra (2009);
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *SA: Assembleia Geral e Deliberações Sociais*, Coimbra (2009);
- FERREIRA, JULIANO, *Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição* in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 3 Volume 6 (2011);
- FIGUEIREDO, ANDRÉ, *Titularidade indirecta de ações e exercício de direitos de voto*, in *Revista de Direito das Sociedades* n.º3, Coimbra (2012);
- GONÇALVES, DIOGO COSTA, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais*, Coimbra (2008);
- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *OPA obrigatória e controlo indirecto*, in *Revista de Direito das Sociedades* n.º3, Coimbra (2012);
- PEREIRA, JORGE BRITO, *A OPA Obrigatória*, Coimbra (1998);
- PEREIRA, JORGE BRITO, *Textos de Apoio para aulas de Mercado de Capitais*, Lisboa (2013);
- RESENDE, JOÃO MATTAMOUROS, *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa (2010);
- SANTO, JOÃO ESPÍRITO, *Sociedades por Quotas e Anónimas - Vinculação: Objecto Social e Representação Plural*, Coimbra (2000);
- SANTOS, HUGO MORENO, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra, (2011);
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Estudos de Direito Comercial (Pareceres)*, Coimbra (1999);
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Coimbra (2001);

- VALE, RUI SANTOS DO, *As Assembleias gerais e os Acordos Parassociais*, in Revista de Direito das Sociedades, n.º 1-2, Coimbra (2010);
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*, in Direito das Sociedades em Revista volume 3, Coimbra (2010);
- VENTURA, RAUL, *Sociedades Complementares – Fusão e Cisão de Sociedades*, in Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa (1973);
- XAVIER, PEDRO DA GAMA LOBO, *A Avaliação de Sociedades Comerciais num Processo de Fusão*, in Revista de Direito e de Estudos Sociais (2009).