



UNIVERSIDADE  
CATÓLICA  
PORTUGUESA

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**ALTERAÇÃO DAS CIRCUNSTÂNCIAS NO ÂMBITO DE UMA  
OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO OBRIGATÓRIA**

MARCOS GONÇALVES CARRAPITA  
**SOB ORIENTAÇÃO DO**  
PROFESSOR DOUTOR RUI PINTO DUARTE  
MESTRADO DE DIREITO E GESTÃO

**Faculdade de Direito | Escola de Lisboa**

2021

**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA**

**ALTERAÇÃO DAS CIRCUNSTÂNCIAS NO ÂMBITO DE UMA  
OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO OBRIGATÓRIA**

**MARCOS GONÇALVES CARRAPITA  
SOB ORIENTAÇÃO DO  
PROFESSOR DOUTOR RUI PINTO DUARTE**

**Faculdade de Direito | Escola de Lisboa**

**31 de agosto de 2021**

**Resumo:** A presente dissertação centra-se no âmbito das ofertas públicas de aquisição, começando por analisar o processo de uma oferta pública de aquisição voluntária, referindo os seus princípios e relacionando o Direito Europeu e Nacional. De seguida procede-se a análise das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, delimitando os pressupostos do seu dever e a imputação dos direitos de voto utilizada pelo legislador nacional para o concretizar. Posteriormente, procede-se à análise do regime da alteração das circunstâncias no âmbito de uma oferta pública de aquisição. Conclui-se com a verificação e análise dos pressupostos do regime na situação da pandemia Covid-19.

**Palavras chave:** Oferta Pública de Aquisição; Oferta Pública de Aquisição Obrigatórias; Alteração das circunstâncias;

**Abstract:** This dissertation focuses on the scope of takeover bids, starting by analysing the process of a voluntary takeover bid, referring its principles and relating European and National Law. Subsequently, the analysis of mandatory takeover bids is carried out, delimiting the assumptions of its duty and the attribution of voting rights used by the national legislator to accomplish it. Afterwards, the analysis of the regime of hardship within the scope of a takeover bid is carried out. It Concludes with the verification and analysis of the assumptions of the regime in the situation of the Covid-19 pandemic.

**Keywords:** *Takeover; Mandatory Takeover; Hardship;*

## Modo de citar e lista de abreviaturas

No presente trabalho, iremos adotar as regras do *Oxford Reference Guide* para a citação de manuais e monografias consultadas. Não obstante, apenas na primeira referência bibliográfica a citação será feita através de identificação de todos os elementos necessários à correta identificação da obra. Nas referências posteriores, a citação será feita apenas pela indicação abreviada do autor, título abreviado da obra e seguido da designação “*cit*”. Sempre que a fonte legal de uma determinada norma não estiver identificada, dever-se-á entender que a mesma corresponde a um artigo do Código dos Valores Mobiliários, visto que esta corresponde a principal base legal da presente dissertação.

O autor irá seguir as regras do novo acordo ortográfico.

Em seguida indicam-se as principais abreviaturas utilizadas.

AAF DL	Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa
Ac.	Acórdão
AG	Assembleia Geral
al. / als.	alínea / alíneas
art. / arts.	artigo / artigos;
CA	Conselho de Administração
CC	Código Civil
Cf. / cf.	conforme / confrontar
Cit.	citado
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
Covid-19	<i>Corona vírus disease 2019</i>
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DL	Decreto-Lei
DSR	Direito das Sociedades em Revista
ed.	edição
EM	Estados-Membros da União Europeia
FDUL	Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
i.e.	isto é

n.º / n.ºs	número / números
OPA / OPAs	Oferta Pública de Aquisição / Ofertas Públicas de Aquisição
p. / pp.	página / páginas
RDFMC	Revista de Direito Financeiro e dos Mercados Capitais
RDS	Revista de Direito das Sociedades
RDVM	Revista de Direito dos Valores Mobiliários
RFDUL	Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
ss.	seguintes
TRP	Tribunal da Relação do Porto
Vol. / vol.	Volume / volume

## **Plano**

### ***Introdução***

#### ***1. Ofertas Públicas de Aquisição: regime e fases processuais***

- 1.1. Notas introdutórias**
- 1.2. Processo de uma oferta pública de aquisição voluntária**
- 1.3. Fases processuais facultativas**

#### ***2. Introdução às Ofertas Públicas de Aquisição Obrigatórias***

- 2.1. O Método de imputação de direitos de voto do artigo 20.º do CVM**
- 2.2. Fundamentos do dever de lançamento de oferta pública de aquisição**
- 2.3. Caracterização do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição obrigatória**
- 2.4. Derrogações e suspensão do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição obrigatória**

#### ***3. Alteração das Circunstâncias no âmbito de uma Oferta Pública de Aquisição Obrigatória***

- 3.1. Notas introdutórias ao Regime da Alteração das Circunstâncias e ao artigo 128.º do CVM**
- 3.2. Pressupostos da aplicação do regime da alteração das circunstâncias no direito dos valores mobiliários e a sua concretização**

#### ***4. Pode a SARS-COV-2 ser considerada um caso de alteração das circunstâncias no âmbito de uma oferta pública de aquisição obrigatória?***

### ***Conclusão***

## *Introdução*

Pode uma OPA ser revogada ou modificada em caso de alteração das circunstâncias que estiveram na sua base? Que estabelece a lei – europeia e nacional - a tal respeito? Em especial, que dúvidas levanta o art. 128.º do CVM?

Qual a semelhança da situação referida com a figura da «alteração das circunstâncias» que o CC consagra como válvula de escape à imodificabilidade dos contratos, em caso de circunstâncias posteriores à contratação determinarem uma situação grave de desequilíbrio das prestações? E com a revogabilidade das ofertas públicas em caso de justa causa, também consagrada no diploma central do nosso Direito Privado?

Passando da interpretação da lei à sua aplicação, será que a crise sanitária que vivemos deve ser considerada uma «alteração imprevisível e substancial das circunstâncias que, de modo cognoscível pelos destinatários, hajam fundado a decisão de lançamento da oferta, excedendo os riscos a estas inerentes», no tocante a uma oferta pública de aquisição anunciada antes da crise?

Na presente dissertação, pretendemos responder a todas estas questões, relacionando o regime consagrado no art. 437.º do CC com o regime presente no art. 128.º. Iremos percorrer todo o processo da OPA e procurar verificar se a pandemia COVID-19 preenche ou não todos os requisitos para a aplicação do art. 128.º.

Iniciaremos o nosso estudo pelo regime e fases processuais de uma OPA.

# 1. *Ofertas Públicas de Aquisição: regime e fases processuais*

## 1.1. **Notas introdutórias**

I. Entende-se por ofertas públicas de aquisição [doravante OPA(s)]: “As propostas dirigidas ao público tendo em vista a aquisição de valores mobiliários”<sup>1</sup>. As OPAs apelam a uma decisão de desinvestimento por parte dos acionistas da sociedade visada, constituindo assim um processo de concentração societária<sup>2 3 4</sup>. Através de uma OPA, o oferente pretende adquirir o controlo de uma sociedade aberta ao investimento público por meio de um único processo, não exercendo sucessivamente pressão compradora no mercado até adquirir uma percentagem suficiente para poder controlar a sociedade<sup>5</sup>, visto que esta atuação levaria a um tratamento desigual dos acionistas da sociedade visada e a adquirir a participação de controlo por valor superior face àquele que poderia ter adquirido num processo de OPA.

A doutrina nacional refere ainda que as OPAs são um fator de eficiência no mercado de capitais<sup>6</sup>, uma vez que as sociedades abertas ao investimento público são mais vulneráveis a tomadas hostis, pelo que no limite poderá levar à substituição de equipas de gestão menos capazes por equipas de gestão com maior capacidade. Teoricamente, as

---

<sup>1</sup> Cf. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Coimbra, Almedina, 2018, p.671.

<sup>2</sup> O Princípio da Livre Transmissibilidade, consagrado no artigo 328.º do CSC, assegura a cada sócio a possibilidade de a qualquer momento poder vender as suas ações.

<sup>3</sup> Apesar de a declaração de aceitação dos destinatários da oferta constar de ordem dirigida a intermediário financeiros nos termos do art. 126.º, a oferta dirige-se aos acionistas da sociedade visada, dependendo do grau de aceitação destes o sucesso ou insucesso da OPA.

<sup>4</sup> De referir que as OPAs não são a única técnica de concentração do controlo societário presente no ordenamento jurídico português; outras técnicas podem ser encontradas no CSC e no CVM como, por exemplo, a fusão nos arts. 97.º a 117.º do CSC, a celebração de contratos de grupo arts. 492.º e 493.º CSC, a perda de qualidade de sociedade aberta arts. 24.º e 25.º e a aquisição tendente ao domínio total nos termos dos arts. 194.º e 197.º.

<sup>5</sup> O também chamado *toehold*, em que o oferente adquire ações até ter uma posição relevante. No mesmo sentido, vide J. Brito Pereira, “Ofertas Públicas de Aquisição Concorrentes”, in *RDS*, XII, Coimbra, Almedina, 2020, pp. 42-44. O autor entende que “construir uma posição acionista de relevo não é tarefa fácil, barata, discreta ou isenta de riscos.”

<sup>6</sup> Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 673.

OPAs hostis servem para redistribuir recursos nas mãos de equipas de gestão menos capazes ou mais expropriadoras para equipas de gestão mais eficientes, as quais poderão obter melhores resultados, valorizando o preço das ações no mercado e distribuindo dividendos mais vantajosos para os acionistas.

Em breves palavras, Menezes Cordeiro descreve as OPAs, da seguinte forma: “As ofertas públicas de aquisição constituem, assim, a fase mais visível e mais mediática do funcionamento do mercado de valores mobiliários. Elas permitem a tomada do controlo de uma sociedade (*takeover*), animam as cotações e dão corpo ao fenómeno da concentração empresarial”<sup>7</sup>.

II. Perante uma primeira abordagem do regime das OPAs, devemos ainda referir as suas diferentes modalidades. Com efeito, podemos distinguir as diversas modalidades de OPAs, com recurso aos seguintes critérios: (i) Critério da natureza da contrapartida, sendo que segundo este critério a OPA pode ter como contrapartida dinheiro ou valores mobiliários. Relativamente a este tema, devemos realçar que a OPA em sentido estrito pressupõe uma contrapartida em dinheiro<sup>8</sup>. No entanto, se a contrapartida consistir em valores mobiliários já estaremos perante uma OPA de troca. Todavia, podemos estar perante uma OPA mista, i.e., a contrapartida é de valores mobiliários e dinheiro, simultaneamente; (ii) Critério do objeto da oferta, segundo o qual se a OPA visar todo o universo de ações e de valores mobiliários que deem direito à sua subscrição ou aquisição emitidos pela sociedade visada, a OPA corresponde a uma oferta geral<sup>9</sup>. Por outro lado, se a oferta não visar a aquisição de todos os valores mobiliários, a OPA corresponde a uma oferta parcial; (iii) Critério da concordância da administração da sociedade visada, segundo o qual a OPA será amigável se beneficiar da concordância da

---

<sup>7</sup> Cf. A. Menezes Cordeiro, *Direito das Sociedades Comerciais*, Vol. II, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2007, p. 692.

<sup>8</sup> Neste sentido, Paulo Câmara, *Manual*, cit, p. 675.

<sup>9</sup> Nota importante para desenvolvimento posterior é que as OPAs obrigatórias são, nos termos do art. 187.º, sempre gerais.

administração da sociedade visada. Por outro lado, a OPA denominando-se de hostil<sup>10</sup> quando não tem a concordância da administração da sociedade visada<sup>11</sup>.

III. Destarte, podemos também estar perante situações de ofertas concomitantes, sendo que podemos identificar: (i) uma contraoferta, i.e., uma situação em que a sociedade visada pela primeira OPA pode ela própria reagir com uma OPA sobre a sociedade primeira oferente<sup>12</sup>; e (ii) situações de OPAs concorrentes, situação em que durante a pendência de uma OPA, um terceiro lança uma oferta sobre a mesma sociedade<sup>13</sup>.

IV. Por último, no âmbito do direito europeu, podemos verificar que a Diretiva n.º 2004/25/CE do Parlamento e do Conselho Europeu (também conhecida como a 13.ª Diretiva)<sup>14</sup>, dispõe sobre o regime das OPAs, tendo sido transposta para o ordenamento jurídico português através do DL n.º 219/2006. Há, pois, que analisar o ordenamento jurídico português à luz de tal instrumento europeu. Em primeiro lugar, devemos destacar princípio da igualdade de tratamento (art. 3.º n.º 1, al. a) da Diretiva e no art. 112.º), na medida em que este princípio protege, em dois momentos diversos, os acionistas minoritários da sociedade visada. Num primeiro momento este princípio exige que todos os titulares de valores mobiliários de uma mesma categoria devam beneficiar de tratamento equivalente. Por outro lado, num segundo momento, este princípio exige que perante a aquisição do controlo da sociedade por um terceiro, os restantes titulares de valores mobiliários deverão ser protegidos. Em segundo lugar, o princípio da verdade do

---

<sup>10</sup> Esta “hostilidade” terá de ser sempre em relação à administração e não relativamente aos acionistas (sendo estes, por norma, alvo de tratamento “amigável”, o qual constitui um pressuposto de qualquer oferta pública que lhes dará a oportunidade de vender os seus valores mobiliários, arrecadando o respetivo prémio).

<sup>11</sup> Cf. Paulo Câmara, *Manual*, cit., p. 675 e Menezes Cordeiro, *Direito das Sociedades Comerciais*, cit., pp. 654-655.

<sup>12</sup> Sobre contraofertas públicas de aquisição e medidas defensivas *vide* P. Costa e Silva, “Ofertas Públicas e Alteração das Circunstâncias”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Coimbra Editora, 2005, p. 265 e Menezes Cordeiro, *Direito das Sociedades Comerciais*, cit., p. 654.

<sup>13</sup> Sobre ofertas públicas de aquisição concorrente *vide* Brito Pereira, *Ofertas de Aquisição*, cit., pp. 9-44 e Paulo Câmara, *Manual*, cit., pp. 701-709.

<sup>14</sup> Cf. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=PT>.

mercado (art. 3.º n.º 1, al. d) da Diretiva), proíbe condutas que venham falsear os preços de mercado das ações, sendo que será à luz deste princípio que se impõem deveres de sigilo aos intervenientes de uma OPA, nos termos dos arts. 162.º e 174.º. Por fim, o princípio da perturbação mínima (art. 3.º n.º 1, al. f) da Diretiva e no art. 183.º), impõe um limite ao período em que a sociedade visada está impedida de exercer normalmente a sua atividade.

## **1.2. Processo de uma oferta pública de aquisição voluntária**

I. Relativamente ao processo de uma OPA, podemos identificar as seguintes fases processuais obrigatórias: (i) divulgação do anúncio preliminar; (ii) registo da oferta; (iii) relatório da sociedade visada; (iv) transmissão de ordens de alienação por parte dos destinatários da oferta aos respetivos intermediários financeiros; e (v) uma vez encerrado o processo, segue-se o apuramento e divulgação de resultados<sup>15</sup>, pelo que devemos proceder à análise individual de cada fase processual.

II. O processo de OPA tem início com a divulgação do anúncio preliminar, sendo que o dever de comunicação deste anúncio se encontra consagrado no art. 175.º. Nos termos deste preceito, logo que se tome a decisão de lançamento da OPA, o oferente deverá publicar o anúncio<sup>16</sup>, devendo este conter o conteúdo mínimo estabelecido no art. 176.º. O objetivo do anúncio preliminar será prevenir assimetrias de informação, pelo que, consequentemente, visa prevenir o abuso de informação e a correta formação de

---

<sup>15</sup> Neste âmbito, verificamos que Paulo Câmara entende que a oferta pública de aquisição se divide em seis fases, cf. Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 676. Contrariamente, verificamos que outra parte da doutrina entende que esta se divide em sete fases. Cf. A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2016, pp. 367-369.

<sup>16</sup> Por esse motivo a fase inicial de preparação da oferta pública de aquisição comporta um risco muito significativo de abuso de informação privilegiada, i.e., implica a possibilidade de alguém ter acesso à informação, que está em vias de lançamento de uma oferta pública de aquisição, e, com base nessa mesma informação, poderá retirar uma vantagem em seu benefício ou de terceiros, sendo que tal conduta constitui crime, nos termos do artigo 378.º ou contraordenação nos termos do 393.º e 388.º. Cf., Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 677.

preços no mercado. Desta forma, verificamos que este anúncio é cumprido imediatamente, logo que seja tomada a respetiva decisão<sup>17</sup>.

Porém, devemos levar em conta que a natureza do anúncio preliminar dá lugar a determinados efeitos jurídicos, com relevância para a suscetibilidade da aplicação do regime da alteração das circunstâncias. Com efeito, o anúncio preliminar vincula o oferente a lançar a oferta<sup>18</sup>. Desta forma, verificamos que o anúncio preliminar não equivale, tecnicamente, ao lançamento da oferta, na medida em que esta apenas ocorre com o anúncio de lançamento<sup>19</sup>. Contudo, o anúncio preliminar obriga o oferente a lançar OPA, em termos não menos favoráveis aos anunciados<sup>20</sup>. Com efeito, a lei não veda a possibilidade de introdução de modificações ao anúncio preliminar antes do registo da

---

<sup>17</sup> O conceito indeterminado de “imediate” deverá ser interpretado no sentido de corresponder a poucas horas após a tomada de decisão (o anúncio deverá ser divulgado nesse lapso de tempo). Contudo, a decisão considera-se tomada logo que estejam determinados os elementos essenciais da oferta, incluindo (mas não exclusivamente) quando esteja determinada a contrapartida. Neste sentido, *vide* Paulo Câmara, *Manual*, *cit.*, pág. 678-679.

<sup>18</sup> Tal como será referido *infra* no ponto 3., a possibilidade de se equacionar a aplicação do regime da alteração das circunstâncias dependerá da identificação de atos de vinculação, sendo que, no caso das OPAs voluntárias, este será o momento de vinculação que importa atender. No mesmo sentido parece estar P. Costa e Silva, “Ofertas Públicas”, *cit.*, p. 131. A autora refere: “Já nas ofertas públicas, a necessidade de equacionar a relevância jurídica de uma alteração das circunstâncias decorre da respetiva natureza: as ofertas públicas são processos, que têm início pela divulgação de uma intenção de dirigir uma oferta ao público (...)”.

<sup>19</sup> O lançamento da oferta apenas ocorre em momento posterior, nos termos do artigo 183.º-A. Com efeito, o lançamento da oferta ocorre com a publicação do anúncio de lançamento, o qual incorpora em si os elementos essenciais na declaração contratual do oferente e cuja divulgação determina o início da OPA.

<sup>20</sup> A doutrina aceita pacificamente quatro situações de modificação efetiva entre o anúncio preliminar e o anúncio de lançamento, nos termos do artigo 175.º: (i) Entre o anúncio de lançamento e o anúncio preliminar não existem alterações; (ii) O anúncio de lançamento melhora as condições dos destinatários quando comparado com o anúncio preliminar; (iii) O anúncio de lançamento piora as condições dos destinatários quando comparado com o anúncio preliminar, sendo que esta última situação é proibida pelo artigo 175.º; (iv) O anúncio de lançamento melhora, em alguns pontos, as condições dos destinatários em relação ao anúncio preliminar, mas em outras cláusulas introduz condições menos favoráveis. Todavia, esta situação apenas será permitida de acordo com a teoria da conexão, i.e., através da comparação das cláusulas de ambos os anúncios que estejam materialmente ligadas. Cf. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, *cit.*, pp. 680-681.

OPA, mas, após o registo da oferta<sup>21</sup>, a modificação do anúncio preliminar apenas pode ocorrer ao abrigo do art. 128.º. Posto isto, antes desta etapa processual não ocorre semelhante condicionamento, pelo que podem ser introduzidas modificações, desde que estas não venham a introduzir cláusulas menos favoráveis para o destinatário.

Em suma, verificamos que com o anúncio preliminar não ocorre o lançamento da OPA, visto que este só se dá com o seu registo e divulgação do anúncio de lançamento, sendo que será no conteúdo do anúncio de lançamento da OPA que teremos acesso aos elementos essenciais tendentes à formação dos contratos. Todavia, apenas com a aceitação dos destinatários é que ocorrerá a celebração dos negócios aquisitivos relativos aos valores mobiliários da visada.

Por outro lado, sendo o anúncio preliminar o cumprimento de um dever de informação que obriga o oferente a lançar a OPA e, apesar de não estar fixado definitivamente o quadro contratual, poderemos desde logo aplicar as principais regras da OPA, sendo que devemos destacar no presente tema: (i) o princípio do igual tratamento do destinatários; (ii) o cumprimento das regras relativas ao preço mínimo caso estejamos perante uma OPA obrigatória ou concorrente; e (iii) o princípio da irrevogabilidade da oferta que proíbe o oferente de revogar a proposta ou alterá-la durante o processo<sup>22</sup>, uma vez que não pode haver revogação do anúncio preliminar, salvo nos casos de alteração das circunstâncias<sup>23</sup>.

III. Seguidamente, devemos analisar o registo da OPA na CMVM nos termos do n.º 2 art. 114.º e do art. 179.º<sup>24</sup>. O registo constitui a condição legal para o início do período da OPA, a que se segue a divulgação do anúncio de lançamento, nos termos do art. 183.º-A e do prospeto, nos termos dos arts. 136.º e 138.º. Após o registo, as modificações ao anúncio de lançamento apenas podem ocorrer ao abrigo de dois regimes:

---

<sup>21</sup> Repare-se que o princípio da ponderação, presente no art. 3.º n.º 1, al. e) da Diretiva e no n.º 2 do art. 177.º, impõe que o oferente, previamente ao registo da oferta, deposite o montante total em instituição de crédito ou apresente garantia bancária adequada a satisfazer integralmente a contrapartida.

<sup>22</sup> Cf. António Pereira de Almeida, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, 7.ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2013, p. 189 e Paulo Câmara, *Manual*, cit., p. 654.

<sup>23</sup> A estas regras gerais poderia acrescentar-se a retirada da oferta, nos termos do art. 131.º.

<sup>24</sup> O registo deve ser requerido no prazo de 20 dias a contar da data da publicação do anúncio preliminar, nos termos da al. b) do n.º 2 do art. 175.º.

(i) o da alteração das circunstâncias (art. 128.º); e (ii) o do art. 184.º, relativamente a revisão da contrapartida.

IV. Num terceiro momento, o órgão de administração da sociedade visada<sup>25</sup> deverá elaborar o relatório da respetiva sociedade face aos projetos de prospeto e de anúncio de lançamento da OPA, nos termos do art. 181.º. Este relatório deve recair sobre a oportunidade e as condições da oferta, sendo que este não constitui um direito de defesa da administração da sociedade visada. Com efeito, este relatório corresponde a uma imposição informativa que servirá para acautelar os interesses da sociedade no seu conjunto, permitindo desta forma aos destinatários da OPA obter informação esclarecida sobre a decisão a tomar.

Por outro lado, a administração da sociedade visada está ainda sujeita a um dever de neutralidade<sup>26</sup>, nos termos do n.º 1 do art. 182.º, i.e., “o órgão da administração não pode praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante<sup>27</sup>, a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzem a gestão normal<sup>28</sup> e que possam afetar de modo significativo os objetivos enunciados pelo oferente<sup>29</sup>”. Contudo, este dever de neutralidade, de acordo com o n.º 6 do art. 182.º e segundo o n.º 6 do art. 12.º da Diretiva, está sujeito a uma regra de reciprocidade, pelo que “segundo esta regra o dever de neutralidade só é aplicável se o oferente e as sociedades que o dominam estiverem sujeitos

---

<sup>25</sup> Os administradores da visada, além de prepararem o relatório, deverão proceder ao seu envio à CMVM, ao oferente e divulgá-lo publicamente, devendo este ser cumprido no prazo de 8 dias.

<sup>26</sup> O órgão de administração da sociedade visada encontra-se adstrito a este dever desde o momento em que tome conhecimento da decisão de lançamento de OPA que incida sobre mais de um terço dos valores mobiliários da respetiva categoria e até ao apuramento dos resultados. Neste âmbito, devemos equiparar o conhecimento do lançamento da OPA, nos termos do n.º 2 do art. 182.º, à receção pela sociedade visada do anúncio preliminar. O princípio da neutralidade é usualmente designado por *passivity rule*. Sobre o tema, vide Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 689-691.

<sup>27</sup> Consideram-se alterações relevantes da situação patrimonial da visada, nomeadamente (i) a emissão de ações; e (ii) a celebração de contratos que visem a alienação de ativos.

<sup>28</sup> No entanto, serão admitidos: (i) atos que resultem do cumprimento de obrigações assumidas antes do conhecimento da oferta; (ii) atos autorizados por deliberação da AG, convocada exclusivamente para o efeito, na pendência da OPA; e (iii) atos destinados à procura de concorrentes.

<sup>29</sup> J. Ferreira Gomes e D. Costa Gonçalves, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, Vol. I, Lisboa, AAFDL, 2018, p. 199.

às mesmas regras”<sup>30</sup>. Posto isto, a pretensão desta regra é conferir uma igualdade de armas entre ambas as sociedades: a visada e a oferente, estando, assim, a oferente sujeita às mesmas condições que a visada<sup>31</sup>.

Destarte, o CA tem ainda o dever de: (i) informar diariamente a CMVM sobre as transações realizadas pelos seus titulares de ações emitidas pela sociedade visada; (ii) prestar toda a informação que lhe seja solicitada pela CMVM; (iii) informar os trabalhadores sobre o conteúdo dos documentos da oferta e do relatório por si elaborado; e (iv) agir de boa fé com respeito pelo dever de lealdade no âmbito de toda a OPA.

V. Relativamente ao período da oferta, verificamos que os destinatários transmitem as ordens de alienação aos respetivos intermediários financeiros, nos termos do art. 126.<sup>o32</sup>. Neste âmbito, o prazo de duração da OPA pode variar entre 2 e 10 semanas – período temporal em que poderá ocorrer uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias -, devendo o mesmo ser adequado às características da oferta, aos interesses dos sujeitos envolvidos na transmissão e às exigências de funcionamento do mercado. Todavia, durante o período da oferta, o oferente pode deparar-se com a oportunidade de adquirir, antes do desfecho da OPA, ações da sociedade visada<sup>33</sup>, sendo que, relativamente a este tema, o sistema mobiliário português adotou uma posição dual. Por um lado, nas situações de OPAs voluntárias, as aquisições feitas pelo oferente, na pendência de uma OPA, não determinam a revisão automática da contrapartida, na medida em que esta apenas acontece se a CMVM considerar que a contrapartida já não é equitativa, nos termos da al. a) do n.º 3 do art. 180.º. Por outro lado, relativamente às OPAs obrigatórias, por força do princípio da igualdade de tratamento e da repartição do prémio de controlo, verificamos que o preço de aquisição passa a ser o preço mínimo da OPA, nos termos da al. b) do n.º 3 do art. 180.º. Todavia, a aquisição de ações da sociedade visada deve ainda ser comunicada à CMVM, nos termos da al. b) do n.º 1 do art. 180.º

---

<sup>30</sup> Ferreira Gomes e Costa Gonçalves, *Manual, cit.*, p. 129.

<sup>31</sup> Com maior desenvolvimento sobre a aplicação da regra da reciprocidade e a sua materialidade subjacente, *vide* Ferreira Gomes e Costa Gonçalves, *Manual, cit.*, pp. 120-123, e ainda Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 689-691.

<sup>32</sup> Repare-se que, nos termos do n.º 1 do art. 113.º, o intermediário financeiro presta assistência ao oferente desde o anúncio preliminar.

<sup>33</sup> Para uma visão desenvolvida do tema, *vide* Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 687-689.

VI. Por fim, o processo da OPA encerra com o apuramento e divulgação de resultados, nos termos do art. 127.º, sendo este denominado como o momento de liquidação<sup>34</sup>, nos termos do qual o oferente cumpre a obrigação a que se vinculou perante os acionistas da visada, formando-se desta forma os contratos de investimento relativos aos valores mobiliários que são objeto da oferta<sup>35</sup>.

### **1.3. Fases processuais facultativas**

I. De forma a aprofundar a compreensão das OPAs, iremos realizar uma breve análise às fases processuais facultativas, as quais permitirão uma melhor compreensão do instituto e das diferenças entre uma OPA voluntária e uma OPA obrigatória.

II. Em primeiro lugar, devemos levar em conta que o regime da revisão da OPA será diverso consoante a fase processual em que a mesma se encontre. Contudo, verificamos que desde o anúncio preliminar e até ao registo, não existem dúvidas quanto à liberdade de revisão do objeto da OPA, desde que esta revisão não venha a dar lugar a um desfavorecimento das condições da OPA, nos termos do n.º 2 do art. 175.º. Após o registo, podemos verificar que é permitido que: (i) o oferente reveja a contrapartida oferecida; (ii) as cláusulas de sucesso; e (iii) o universo dos valores mobiliários, desde que seja feito em termos mais favoráveis para os destinatários<sup>36</sup>.

III. Em segundo lugar, no momento seguinte ao anúncio preliminar, pode surgir a necessidade de obtenção de autorizações de autoridades administrativas de que dependa a aquisição das ações da sociedade visada, *maxime* da Autoridade da Concorrência, da Comissão Europeia e do Banco de Portugal.

IV. Por outro lado, durante o processo de uma OPA podemos ainda ter o anúncio de ofertas concorrentes, sendo que o seu regime se encontra consagrado nos arts.

---

<sup>34</sup> Esta parece ser a melhor designação para este momento da OPA, Cf. P. Costa e Silva, “Ofertas Públicas”, *cit.*, p. 131.

<sup>35</sup> Sobre a liquidação, *vide* Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 655-676.

<sup>36</sup> Cf. Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 701.

185.º, 185.º-A e 185.º-B. Este regime, pretende basicamente garantir que a rivalidade de ofertas se proceda com respeito pelos princípios da transparência, da igualdade de tratamento dos compradores e, por fim, da proteção dos acionistas minoritários da sociedade visada, sendo esta a teleologia do regime, visto que a cada nova oferta se verifica a melhoria dos termos para os interessados. Relativamente a este ponto, verificamos que a doutrina tem vindo a debater se um oferente sujeito ao dever de lançamento de uma OPA obrigatória, pode ficar vinculado às regras sobre as OPAs concorrentes, sendo que não iremos aprofundar o tema, visto que, no âmbito do tema da alteração das circunstâncias este tema não impacta nas conclusões do presente trabalho<sup>37</sup>.

V. Por fim, podemos ainda ter duas fases processuais no âmbito de uma OPA, sendo estas: (i) a atualização do relatório de administração da sociedade visada; e (ii) a aprovação de medidas com potencial alcance defensivo<sup>38</sup>.

## ***2. Introdução às Ofertas Públicas de Aquisição Obrigatórias***

I. Antes de mais, a OPA obrigatória corresponde a uma OPA, pelo que segue o regime geral previsto nos arts. 108.º a 155.º e 173.º a 186.º, com as especialidades resultantes dos arts. 187.º a 197.º<sup>39</sup>. Apesar da insignificância desta afirmação, esta tem, na construção do sistema relevantes implicações, visto que apenas se justifica a derrogação do regime geral das OPAs naquilo que seja induzido pelas especialidades introduzidas pela obrigatoriedade da oferta. Neste sentido, tendo em conta que essas especialidades podem resultar em derrogações ao regime geral, como é o caso da

---

<sup>37</sup> De forma sucinta, Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 707-709. O autor conclui que a resposta a esta questão deve ser negativa devido a três argumentos: (i) um estrutural; (ii) um teleológico; e (iii) um argumento formal. No mesmo sentido parecem estar, Brito Pereira, “Ofertas Públicas de Aquisição”, *cit.*, pp. 42-44 e P. Costa e Silva, “Ofertas Públicas”, *cit.*, pp. 127-146.

<sup>38</sup> Não iremos aprofundar o presente tema, visto que está para além do alcance deste trabalho.

<sup>39</sup> No mesmo sentido, Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 716.

alteração das circunstâncias – art. 128.º -, devemos atender às diferenças de regime das OPAs voluntária face o regime das OPAs obrigatórias<sup>40</sup>.

II. No âmbito do Direito Europeu, verificamos que a Diretiva, relativamente às OPAs obrigatórias, institui um regime mínimo de proteção dos acionistas minoritários da sociedade visada e facilita a realização de OPAs internacionais no espaço europeu<sup>41</sup>. Por outro lado, verificamos ainda que a Diretiva institui um dever de lançamento da oferta sempre que ocorra uma transição de controlo<sup>42</sup>.

III. A OPA obrigatória corresponde a uma oferta pública de aquisição de valores mobiliários emitidos por uma sociedade aberta, que deverá ser lançada em cumprimento de um dever legal<sup>43</sup>, sendo este dever regulado pelos arts. 187.º a 193.º. Contudo, estas normas devem ser conjugadas com os arts. 13.º e ss., sobre as sociedades abertas ao investimento público, com os artigos 108.º e ss., referentes às ofertas públicas e com os artigos 173.º e ss., relativos às OPAs.

IV. Deste modo, o n.º 1 do art. 187.º dispõe que, “aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, diretamente ou nos termos do n.º 1 do art. 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.”

---

<sup>40</sup> No mesmo sentido, *vide* Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 717-719, quando refere “(...) a faculdade de alteração ou de revogação da oferta em caso de alteração das circunstâncias (art. 128º), (...) deve considerar-se expediente de utilização ainda mais remota nas ofertas obrigatórias”.

<sup>41</sup> Referente a este tema, *vide* “A 13.ª Diretriz”, in *ROA*, Ano 64, Vol. I-II (Nov.), Lisboa, 2004, pp. 97-111.

<sup>42</sup> Defendendo a transição de controlo enquanto pressuposto da OPA obrigatória, cf. Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 715.. No mesmo sentido M. Requicha Ferreira, *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*, Coimbra, Almedina, 2015, p. 308 -312, e F. Afonso Rocha, “Da atuação concertada como fundamento de imputação de direitos de voto à [r]equação dos direitos potestativos de aquisição como critério legitimador de imputação”, in *RDS*, XXII, Coimbra, Almedina, 2021, p.172 defendendo cessão de controlo em sentido lato, albergando as aquisições ou tomadas de controlo e a transmissão do controlo da sociedade aberta.

<sup>43</sup> Sobre a OPA obrigatória enquanto opção de política legislativa do legislador português, cf. Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 713.

## 2.1. O Método de imputação de direitos de voto do artigo 20.º do CVM

I. O problema que se segue constitui um tema clássico de direito dos valores mobiliários<sup>44</sup>, que decorre da consagração de um sistema unitário de imputação de direitos de voto no âmbito do art. 20.º. Vários autores assumem posições antagónicas quanto ao tema. Contudo, devemos realçar que nenhuma das posições é imune a críticas, seja por desconsideração da letra da lei, seja pela desconsideração da Diretiva e da sua respetiva transposição, seja ainda pela escassa visão sistemática do sistema dos valores mobiliários ou, finalmente, pela desconsideração da *ratio* subjacente às OPAs obrigatórias. Para tentar uma visão panorâmica, cabe analisar o regime aplicável tendo em conta todas esses vetores.

---

<sup>44</sup> Entre outros, J. Mattamouros Resende, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010; P. Costa e Silva, “Domínio da Sociedade Aberta e Respetivos Efeitos”, in *RDVM*, Vol. V, Coimbra, Coimbra Editora, 2004, pp. 541-571.; P. Costa e Silva, “Ofertas Públicas”, *cit.*, pp. 237-248; P. Costa e Silva, “Sociedade Aberta, Domínio e Influência Dominante”, in *RFDUL*, vol. XLVIII, n.ºs 1 e 2, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 39-66; C. Ferreira de Almeida, “OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento”, in: *Instituto dos Valores Mobiliários*, disponível em <https://www.yumpu.com/pt/document/read/51849246/download-instituto-dos-valores-mobiliarios>; B. Menezes Cordeiro, *Manual, cit.*, pp. 347-351; Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 612-624; J. Ferreira Gomes e D. Costa Gonçalves, *Manual, cit.*, pp. 124-134; C. Osório de Castro, “A imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, in: *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documentos/C07CarlosOCastro.pdf>, 2000; J. Soares da Silva, “Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários”, in: *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, disponível em <https://www.mlgs.pt/xms/files/v1/Publicacoes/Artigos/418.pdf>; F. Afonso Rocha, “Da atuação”, *cit.*, pp. 145-178, 2020; V. Pereira Neves, “Delimitação dos Votos Relevantes para Efeitos de Constituição e de Exigibilidade do Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, in: *Estudos de Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Vol. I, Coimbra, Almedina, pp. 711-754; M. Requicha Ferreira, *Acordos de Aceitação, cit.*; D. Farto Baptista, *A atuação concertada como fundamento da imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Porto, Universidade Católica Portuguesa, 2016.

II. Primeiramente, a Diretiva faz referência à proteção dos acionistas minoritários no seu art. 5.<sup>o45</sup>, sendo que a ideia que resulta do n.º 1 deste artigo é a de que sempre que uma pessoa venha a deter, na sequência de uma aquisição, por si ou em concertação, uma determinada percentagem de votos que lhe facultem o controlo, deve lançar uma OPA. A percentagem que a tanto obrigue, bem como a fórmula do respetivo cálculo, serão determinados por cada EM, nos termos do n.º 3 do mesmo artigo. Neste âmbito, verificamos que o considerando 9 da Diretiva consagra que “os Estados-Membros deverão tomar as medidas necessárias para proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma *mudança de controlo* das sociedades. Os Estados-Membros deverão assegurar essa proteção mediante a imposição ao *adquirente que assumiu o controlo* de uma sociedade do dever de lançar uma oferta a todos os titulares de valores mobiliários dessa sociedade, tendo em vista a aquisição da totalidade das respetivas participações a um preço equitativo que deve ser objeto de densificação comum” (itálico nosso). Com efeito, a Diretiva estabeleceu uma ligação entre os conceitos de mudança de controlo<sup>46</sup> e o dever de lançamento da OPA, de forma a assegurar a proteção dos acionistas minoritários. Todavia, verificamos que o art. 5.º da Diretiva impõe o lançamento da oferta sempre que uma pessoa detenha a percentagem de direitos de voto que lhe faculte o controlo da sociedade (controlo formal) e, por outro lado, o considerando 9 refere que quem assume o controlo da sociedade deve lançar uma OPA. Neste âmbito, a Diretiva remete para a legislação dos EM a fórmula de cálculo deste controlo e a percentagem de direitos de voto que o conferem, pelo que não procede a uma definição do que seja o controlo formal. Deste modo, a Diretiva impõe dois requisitos cumulativos para o lançamento de uma OPA obrigatória, sendo estes: (i) a ocorrência de uma alteração do controlo na sociedade<sup>47</sup>; e (ii) a ultrapassagem de uma fasquia de direitos de voto determinada e calculada segundo legislação dos EM.

---

<sup>45</sup> Cf. A. Menezes Cordeiro, “A 13.ª Diretriz do Direito das Sociedades (ofertas públicas de aquisição)”, in *ROA*, Ano 64, Vol. I-II (Nov.), Lisboa, 2004, pp. 97-111.

<sup>46</sup> Sendo que devemos entender esta mudança de controlo de uma forma *lata*. Cf. M. Requicha Ferreira, *Acordos de Aceitação*, cit., Coimbra, Almedina, 2015, pp. 308-311.

<sup>47</sup> Neste sentido, M. Requicha Ferreira, *Acordos de Aceitação*, cit., pp. 308-311; Paulo Câmara, *Manual*, cit., p. 670 e F. Afonso Rocha, “Da atuação”, cit., p. 172.

III. Tal como referimos *supra*, o legislador europeu deixou ao legislador nacional a fórmula de cálculo dos direitos de voto, sendo precisamente isso que o legislador nacional veio a efetuar através do art. 20.º. Com efeito, a presente norma visa: (i) calcular; (ii) identificar; (iii) medir; e (iv) divulgar a influência acionista em sociedades abertas através da consagração dos respetivos critérios de imputação. A teleologia desta imputação está relacionada com a relevância que o controlo tem para o mercado, i.e., quem controla uma sociedade tem influência sobre os órgãos sociais da mesma e, conseqüentemente, sobre o valor das ações no mercado<sup>48</sup>. Desta forma, o controlo determinado pelo legislador corresponde a um controlo político assente em direitos de voto e não em valores mobiliários, visto que o controlo de uma sociedade aberta resulta da determinação da vontade jurídica relevante, sendo esta formada através dos órgãos sociais competentes. Neste sentido, verificamos que quem controla a sociedade aberta será quem controlar os órgãos sociais. Num plano formal, são os titulares dos valores mobiliários - que conferem direitos de voto -, que controlam a sociedade e, por outro lado, aqueles que, independentemente da percentagem dos direitos de voto de que sejam titulares, possam determinar os titulares dos órgãos de administração e de fiscalização da sociedade<sup>49</sup>. Com efeito, verificamos que o controlo da sociedade influencia o valor das ações no mercado, sendo determinante o controlo de um participante em uma sociedade aberta, que se pode manifestar pelos mais diversos meios<sup>50</sup>. Esta situação leva a que o legislador nacional proceda à imputação de direitos de voto de forma direta através da titularidade ou usufruto<sup>51</sup> ou através de imputação indireta, cujos critérios taxativos se encontram nas alíneas do n.º 1 do art. 20.<sup>o52</sup>. Neste sentido, o controlo consagrado pelo

---

<sup>48</sup> Vide P. Costa e Silva, “Sociedade Aberta”, *cit.*, pp. 47-48.

<sup>49</sup> Neste sentido, P. Costa e Silva, “Sociedade Aberta”, *cit.*, pp. 48-52 e C. Osório de Casto, “A imputação”, *cit.*, pp.164-165.

<sup>50</sup> Nomeadamente, acordos parassociais e contratos de garantia (por exemplo, o contrato de penhor de ações), entre outros, visto que o controlo de direitos de voto de uma sociedade tem evoluído bastante, neste sentido *vide* J. Mattamouros Resende, *A imputação*, *cit.*, pp. 25-320.

<sup>51</sup> A titularidade e o usufruto conferem geralmente todos os direitos inerentes às ações, incluindo o direito de voto.

<sup>52</sup> Tendo em conta o carácter taxativo destes critérios, verificamos que não será admissível a sua aplicação analógica, sendo que nada obsta à interpretação extensiva, nos termos do art. 11.º do CC.

legislador nacional, corresponde a um controlo político<sup>53</sup>, pelo que controlará a sociedade quem controlar os direitos de voto conducentes à formação da vontade juridicamente relevante dessa sociedade.

IV. De forma a alcançar os objetivos enunciados, o legislador, no art. 20.º, utiliza uma técnica de ficções legais<sup>54</sup> que têm na sua base o perigo de influência no exercício de direitos de voto<sup>55</sup>, pelo que não será possível paralisar a imputação mesmo que o oferente não tenha o controlo efetivo da sociedade. A presente interpretação parece atender a todos os elementos da interpretação hermenêutica *supra* enunciados, i.e.: (i) a letra da lei; (ii) a Diretiva Europeia; (iii) a sistemática do CVM; e (iii) a *ratio* subjacente às OPAs obrigatórias, devendo assim o artigo 187.º ser interpretado, no sentido de fazer depender o lançamento da OPA da ocorrência de uma cessão de controlo e de se terem ultrapassado uma das fasquias do art. 187.º. Com efeito, a Diretiva expõe diretamente no seu art. 5.º e no seu considerando 9 a necessidade da ocorrência de uma mudança de controlo, de forma que se constitua na esfera jurídica de um participante o dever de lançamento de uma OPA. Relativamente ao elemento sistemático, o legislador consagrou que os direitos de voto correspondem ao elemento relevante para efeitos de transparência da estrutura acionista de uma sociedade aberta e para efeitos do dever de lançamento de OPA obrigatória. Por outro lado, verificamos que o elemento teleológico determina que esta interpretação tem em vista a proteção dos acionistas minoritários, visto que só perante uma situação de alteração do controlo, é que se poderá afirmar que o antigo acionista maioritário saiu da sociedade beneficiando de um prémio de controlo, pelo que desta

---

<sup>53</sup> Neste sentido, *vide* P. Costa e Silva, “O domínio”, *cit.*, p., 334 e M. Requicha Ferreira, *Acordos de Aceitação*, *cit.*, p. 313.

<sup>54</sup> Criticando a solução, mas aceitando-a, P. Costa e Silva, “Sociedade Aberta”, *cit.*, p. 65. Concordando com esta solução, Paulo Câmara, *Manual*, *cit.*, pp. 614-615.

<sup>55</sup> Neste âmbito, Paulo Câmara classifica o artigo 20.º como uma norma de perigo abstrato, visto que o artigo “faz imputar direitos de voto a uma pessoa pelo perigo, abstratamente considerado de este influenciar o exercício de direitos de voto.” Cf. Paulo Câmara, *Manual*, *cit.*, pp. 612-624. Por outro lado, Daniela Farto Batista refere-se às mesmas como normas de oportunidade ou de possibilidade “já que a simples possibilidade de exercício de uma influência concertada no seio de determinada sociedade aberta não constitui um comportamento perigoso (...) o participante titular da participação qualificada pode influenciar positivamente os desígnios sociais, ou pode até não exercer a sua influência.” Cf. D. Farto Baptista, *A atuação concertada como fundamento da imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, *cit.*, p. 236.

forma os restantes acionistas minoritários poderão sair da sociedade aberta com o mesmo prémio, não existindo, assim, discriminação. Por fim, em relação ao elemento literal, o intérprete-aplicador deverá atender à *ratio* do pressuposto da OPA obrigatória na transição de controlo, visto que o legislador adotou uma posição formal de controlo<sup>56</sup>, i.e., pelo simples facto de o participante poder potencialmente influenciar a sociedade, o legislador consagra que este detém o controlo da mesma.

Desta forma, parece excessivo sustentar que as regras sobre o dever de lançamento de uma OPA obrigatória devem ser interpretadas de forma restritiva, por força do elemento teleológico<sup>57</sup>. Neste sentido, julgamos que a interpretação das normas sobre OPA deverá seguir cânones hermenêuticos comuns, devendo assim o intérprete-aplicador acrescentar ao art. 187.º o pressuposto da transição de controlo para que se constitua o dever de lançamento da oferta.

Com efeito, o regime do art. 20.º corresponde a um regime unificado<sup>58</sup>, na medida em que a imputação dos direitos de voto terá como função principal: (i) a comunicação de participações qualificadas à CMVM; e (ii) a determinação da constituição do dever de lançamento de uma OPA obrigatória, sendo que a aplicação da presente norma deverá ser abstrata e rígida, cabendo apenas ao intérprete-aplicador dar relevo ao fundamento da política legislativa subjacente às regras sobre a OPA obrigatória. Desta forma, o intérprete-aplicador deve fazer depender a estatuição do art. 187.º de uma alteração do controlo de votos na sociedade aberta.

V. Destarte, o regime do art. 20.º, caracteriza-se pela sua: (i) rigidez; (ii) seletividade; (iii) comutatividade; e (iv) alterabilidade. A rigidez do regime resulta da sua

---

<sup>56</sup> Cf. P. Costa e Silva, “Domínio da sociedade”, *cit.*, p. 335-337. O legislador dá assim prevalência à segurança jurídica, visto que consagra um conceito formal quantitativo. Neste sentido, *vide* M. Requicha Ferreira, *Acordos de Aceitação*, *cit.*, pp. 318-319 e F. Afonso Rocha, “Da atuação”, *cit.*, p. 173. Referindo ainda P. Costa e Silva, que o sistema português vive “num irrealismo”, pois considera posições de domínio aquelas que não o são e não atinge todas as posições de domínio efetivo, in “Domínio da Sociedade”, pp. pp. 541-571.

<sup>57</sup> No sentido da interpretação restritiva, *vide* Ferreira Gomes e Costa Gonçalves, *Manual*, *cit.*, p. 132; P. Costa e Silva, “A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição”, in *RDVM*, vol. 7, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, p. 405 e B. Menezes Cordeiro, *Manual*, *cit.*, pp. 347-351.

<sup>58</sup> No mesmo sentido, Paulo Câmara, *Manual*, *cit.*, pp. 618-619, recorrendo a argumentos de ordem histórica e sistemática; C. Osório de Castro, “A imputação”, *cit.*, p. 164.

tipologia taxativa de situações que fazem estender o cômputo da posição dos acionistas. Todavia, por estarmos perante uma estatuição assente em ficções legais, a rigidez do sistema acaba por se manifestar na circunstância de o resultado aplicativo ser incontornável mesmo que, em concreto, inexista a possibilidade de influenciar o exercício dos direitos de voto. Por outro lado, a seletividade do regime resulta do facto de a imputação poder ser feita com base em elementos objetivos ou subjetivos, i.e., a imputação pode ser efetuada em função dos valores mobiliários atingidos ou na qualidade de um determinado sujeito, podendo esta ser, posteriormente, unidirecional ou bidirecional. Relativamente à comutatividade, verificamos que esta característica, faz com que, para cada potencial oferente, os resultados de cada um dos critérios de imputação indireta se some entre si e com o resultado da imputação direta. Contudo, a sobreposição de critérios não permitirá a imputação cumulativa de direitos de voto atribuídos pelas mesmas ações ao mesmo sujeito, sendo que esta característica resulta da al. i) do art. 20.º. Com efeito, neste caso, um participante pode deter mais de 100% dos direitos de voto sobre uma sociedade aberta. Por fim, a alterabilidade do título de imputação resulta da modificação do facto jurídico constitutivo da imputação<sup>59</sup> <sup>60</sup>. Neste sentido, será indispensável, para o apuramento do sentido e alcance do art. 187.º, a averiguação da *ratio* do dever nele estabelecido, de forma a delimitar os contornos do mesmo.

## **2.2. Fundamentos do dever de lançamento de oferta pública de aquisição**

I. Relativamente a este tema, verificamos que a doutrina converge quanto aos fundamentos da política legislativa subjacente ao regime das OPAs obrigatórias, i.e.,: (i) a igualdade de tratamento dos acionistas; e (ii) repartição do prémio de controlo, tendo em vista a tutela dos acionistas minoritários, perante uma transição de controlo<sup>61</sup> e reação

---

<sup>59</sup> Cf., Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 612-624 e C. Osório de Castro, “A imputação”, *cit.*, pp. 167-193.

<sup>60</sup> Podemos indicar como exemplo a situação em que o participante adquire ações, ocorrendo desta forma uma imputação direta quando os direitos de voto relativos às mesmas já seriam imputáveis a outro título, por exemplo através de um acordo parassocial.

<sup>61</sup> Numa situação de transição de controlo, o acionista minoritário pode ter diversos motivos para pretender abandonar a sociedade, por exemplo: (i) poderá não acreditar nas capacidades da nova gestão e dos seus métodos; (ii) recear transações intra-grupo que venham a desvalorizar a sociedade; ou (iii) temer os

contra o desequilíbrio, ou alteração do equilíbrio, introduzido pelo acionista maioritário. O princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, expressamente previsto na Diretiva, refere-se à equiparação entre os acionistas que deixaram a sociedade e os acionistas que nela permaneceram. Este princípio, consiste no dever de o adquirente pagar aos acionistas minoritários remanescentes um preço equitativo, o qual não pode ser inferior ao preço pago pela aquisição do controlo, nos termos do art. 188.º, sendo este também designado como prémio de controlo<sup>62</sup>. Por outro lado, relativamente à partilha do prémio de controlo, podemos verificar que este constitui um dos fundamentos base do dever de lançamento de uma OPA, visto que os acionistas detentores do controlo de uma sociedade, normalmente, alienam a sua posição por um preço mais vantajoso do que aquele que ocorreria caso detivessem uma posição minoritária. Posto isto, um dos objetivos da OPA obrigatória será assegurar a distribuição equitativa do prémio de controlo pelos acionistas minoritários, garantindo aos mesmos uma saída<sup>63</sup> justa e equitativa.

II. O dever de lançamento de uma OPA pressupõe assim, de acordo com a sua teleologia, uma situação de controlo dos direitos de voto na sociedade aberta. Contudo, este dever não decorre de qualquer situação estática de controlo, mas antes da ocorrência de uma alteração ou mudança de controlo na sociedade visada. Neste sentido, apenas uma mudança desta natureza, permite explicar cada um dos fundamentos do dever de lançamento de uma OPA e, conseqüentemente, justifica a compensação em favor dos acionistas minoritários, sendo que era esta interpretação que resultava do considerando 9 da Diretiva.

Destarte, a alteração do controlo constitui um fundamento imanente do dever de lançamento de uma OPA, pelo que tem de ser considerado como pressuposto desse

---

objetivos da gestão, nomeadamente, o desmantelamento ou venda dos ativos mais importantes da sociedade para a concretização dos objetivos da gestão do novo acionista maioritário. Cf. C. Ferreira de Almeida, “OPA obrigatória”, *cit.*, 1-15.

<sup>62</sup> “O prémio de controlo consiste na diferença positiva entre o preço unitário pago para adquirir o controlo e o preço que seria pago pela mera soma dos valores das ações individualmente considerados”, C. Ferreira de Almeida, “OPA obrigatória no direito português”, *cit.*, pp. 9-10.

<sup>63</sup> Comparando este direito a sair da sociedade com um direito de exoneração, *vide* Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 743 e P. Pais de Vasconcelos, “Concertação de acionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedade abertas”, in *DSR*, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 11 a 48.

mesmo dever. Posto isto, o dever de lançamento de uma OPA deve ser excluído sempre que do fator de imputação não resulte, em concreto, uma alteração de controlo. Com efeito, o intérprete-aplicador deverá acrescentar o elemento teleológico do art. 187.º, fazendo depender o lançamento de uma OPA da cessão de controlo.

### **2.3. Caracterização do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição obrigatória**

I. Seguidamente, iremos procurar responder às seguintes questões: *(i)* em que consiste o dever de lançamento de uma OPA obrigatória; *(ii)* sobre quem recai e em que condição jurídica os obrigados se encontram; e *(iii)* qual o seu objeto.

II. O dever de lançamento da OPA obrigatória representa, em primeiro lugar, um dever jurídico em sentido técnico<sup>64</sup>, i.e., estamos perante um dever de apresentação de uma proposta de aquisição de valores mobiliários ao público, através de um processo descrito na lei. Neste âmbito, verificamos que a lei impõe um dever de lançar uma OPA obrigatória e não um dever de aquisição. Com efeito, o dever apenas se considera cumprido com a realização de todo o processo, ainda que não haja aceitação pelos destinatários. Neste sentido, bastará ao oferente o cumprimento e a condução do esquema processual previsto na lei até ao final, dando lugar à aplicação do princípio da irrevogabilidade da oferta, nos termos do n.º 1 do art. 130.º, para que seja cumprido o dever jurídico previsto no n.º 1 do art. 187.º.

III. O dever de lançamento de uma OPA obrigatória constitui-se na esfera jurídica do sujeito que ultrapassar uma das fasquias enumeradas no n.º 1 do art. 187.º, sendo que esta situação pode abranger mais do que um sujeito (situação de imputação plurisubjetiva). Desta forma, o dever abrange todos os sujeitos a quem será imputada a posição de controlo. No entanto, o lançamento da oferta por parte de um dos obrigados dará lugar à exoneração dos restantes, sendo que havendo incumprimento do dever de lançamento da OPA, recaem sobre todos os obrigados as sanções previstas nos arts. 192.º,

---

<sup>64</sup> Sobre a diferença entre ónus e dever, *vide* Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 721-723. Sobre a diferença entre obrigação e dever, Ferreira de Almeida, “OPA obrigatória no direito português”, *cit.*, pp. 17-18.

193.º, do n.º 3 do 388.º e al. h) do n.º 2 do art. 393.º. Com efeito, a situação jurídica do oferente corresponde a uma situação jurídica passiva absoluta<sup>65</sup>, na medida em que não resulta de uma relação jurídica, visto que por detrás deste dever não existe nenhuma prestação. Tendo em conta a posição jurídica passiva absoluta do oferente, é entendimento dominante<sup>66</sup> que o cumprimento do dever de lançamento da OPA obrigatória não pode ser coativamente exigido pelos destinatários da oferta, sendo desta forma uma proteção reflexa. Neste sentido, o oferente encontra-se sujeito a que os destinatários, os quais serão todos os titulares dos valores mobiliários de que OPA é objeto, possam vir a aceitar a oferta durante a duração da mesma, nos termos dos arts. 173.º<sup>67</sup> e 187.º<sup>68</sup>.

IV. Por outro lado, caso o lançamento de OPA venha a surgir em cumprimento do art. 187.º, verificamos que esta incidirá sobre as ações e outros valores mobiliários que atribuam o direito à subscrição ou aquisição de ações emitidas por uma sociedade que seja qualificada como aberta nos termos do art. 13.º<sup>69</sup>, sendo que esta obrigação corresponde a um corolário do princípio da igualdade de tratamento dos titulares destes

---

<sup>65</sup> No mesmo sentido, Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 733 e Ferreira de Almeida, “OPA obrigatória no direito português”, *cit.*, p. 18.

<sup>66</sup> Cf. Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 724-725 e C. Ferreira de Almeida, “OPA obrigatória no direito português”, *cit.*, p. 18, sendo que este autor entende que o dever de lançamento é insuscetível de execução específica.

<sup>67</sup> Este artigo consagra o princípio da generalidade da oferta, sendo que este constitui uma decorrência do carácter público da OPA, vedando assim qualquer discriminação entre os potenciais destinatários. Por outro lado, este princípio obriga ainda, no caso de uma OPA parcial, a que se proceda ao rateio em caso de excesso de declarações de aceitação relativamente a valores mobiliários pretendidos pelo oferente nos termos do n.º 2 do art. 112.º. Destarte, devemos ainda sublinhar três situações que este princípio visa evitar: (i) visa obstar distorções à liberdade de aceitação por parte dos destinatários; (ii) visa evitar ainda a pressão de venda sobre os acionistas visados; e (iii) evitar uma sucessão de oferta que levaria ao chamado síndrome do prisioneiro. Cf. Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 728-731.

<sup>68</sup> Desta forma, verificamos que o princípio da universalidade da oferta (art. 187.º) dispõe que a oferta obrigatória deve abranger as ações emitidas pela sociedade visada e os valores mobiliários que atribuam o direito à sua aquisição ou subscrição.

<sup>69</sup> Como refere Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 724, é mais rigoroso denominar tais valores como valores mobiliários visados pela oferta do que designar a respetiva emitente como sociedade visada.

valores mobiliários<sup>70</sup>. Desta forma, a OPA obrigatória é classificada como uma oferta geral, visto que só assim se tutela de forma eficaz os acionistas minoritários. No entanto, a igualdade não pode significar uniformidade, na medida em que podemos ter diferentes contrapartidas oferecidas aos acionistas e aos titulares de outros valores mobiliários com direito de aquisição ou de subscrição da sociedade aberta.

#### **2.4. Derrogações e suspensão do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição obrigatória**

I. O dever de lançamento de uma OPA obrigatória pode ser excluído através de três meios: (i) prova negativa de domínio; (ii) derrogações legais; e (iii) suspensão.

II. Neste âmbito, a prova negativa de domínio resulta dos interesses em jogo em mercado de capitais, sendo que devemos atender aos interesses dos investidores e, por outro lado, ao interesse à eficiência do mercado. Desta forma, havendo mudança de controlo da sociedade aberta e ultrapassada a fasquia de um terço dos direitos de voto, o participante fica constituído no dever de lançar a OPA (critério da proteção dos investidores). Contudo, caso o participante ultrapasse a referida fasquia, poderá fazer prova negativa de domínio, i.e., o participante poderá demonstrar que apesar de ter um terço dos direitos de voto, não controla a sociedade aberta, e, por isso, não influencia de forma relevante a formação da vontade jurídica da sociedade. Com efeito, verificamos que assim se protege a eficiência de mercado, na medida em que não se paralisa o mercado de controlo acionista<sup>71</sup>. Destarte, devemos levar em conta que a prova negativa de domínio<sup>72</sup>, enquanto técnica de exclusão do dever, apenas se aplica ao limite de um terço dos direitos de voto. Neste sentido, o sujeito obrigado ao lançamento da OPA pode demonstrar não ter o controlo da sociedade visada, nem tampouco estar com esta numa

---

<sup>70</sup> Referindo que as ofertas parciais não defendem os interesses dos acionistas minoritários e, por esse motivo, o art. 187.º consagra, no âmbito das OPAs obrigatórias, o princípio da universalidade e da generalidade, *vide* Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 728-731.

<sup>71</sup> Para a definição de mercado de controlo acionista *vide* M. Requiça Ferreira, *Acordos de Aceitação, cit.*, p. 52.

<sup>72</sup> A doutrina entende que este artigo é uma aproximação ao conceito material de domínio. Cf. Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 757.

relação de grupo, dando lugar à derrogação do dever de lançamento da OPA. Todavia, relativamente à presunção de metade dos direitos de voto, o legislador consagrou uma presunção inilidível, pelo que o participante deve lançar OPA obrigatória<sup>73</sup>.

III. Posto isto, resta responder à questão relativa ao modo como o sujeito onerado deverá fazer a prova negativa de domínio. Primeiramente, devemos levar em conta que prova negativa de domínio recairá sempre sobre o onerado com o dever de lançamento da OPA, devendo este demonstrar perante a CMVM que, no caso concreto, não tem a possibilidade de exercer ou de determinar o exercício de direitos de voto que ultrapassem a fasquia de um terço dos direitos de voto, normativamente relevantes<sup>74</sup>. Neste sentido, tendo em conta que o conceito de controlo se pressupõe como exclusivo<sup>75</sup>, o participante pode demonstrar que um terceiro detém o controlo da sociedade, devendo provar que o terceiro se encontra numa das situações do n.º 2 do art. 21.º ou através de outro fundamento, *maxime* o caso de existirem na sociedade aberta *voting caps*, as quais não permitem ao participante, ainda que detenha 40% do capital social da sociedade aberta, votar com mais de 20% dos seus direitos de voto. Posto isto, perante uma situação de prova negativa de domínio, o participante submete-se a um regime que, nos termos do n.º 3 do art. 187.º tem: (i) um dever de informação perante a CMVM, i.e., deverá informar sempre que ocorra uma alteração na percentagem de direitos de voto em que resulte num aumento superior a 1% em relação à participação anteriormente comunicada; e (ii) a um dever de lançamento de uma OPA, assim que exerça controlo sobre a sociedade visada.

---

<sup>73</sup> Para Paulo Câmara esta constitui uma presunção inilidível, pelo que, ainda que não exista domínio, deverá ser lançada a OPA, relacionando para esta afirmação o n.º 2 do art. 21.º e a al. b) do n.º 2 do art. 486.º. Note-se que apesar da técnica de exclusão de domínio constituir um modo de realizar um maior ajustamento à realidade material, pelo que, desta forma haverá uma aproximação ao conceito de controlo efetivo. Por outro lado, podemos verificar que até nos ordenamentos jurídicos que consagram uma cláusula geral de controlo como pressuposto de dever de lançamento de OPA, a presunção de 50% dos direitos de voto é inilidível, cf., Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp., 757-759.

<sup>74</sup> No mesmo sentido, Costa Gonçalves e Ferreira Gomes, *Manual, cit.*, p. 134.

<sup>75</sup> Cf. C. Osório de Castro, “A imputação”, *cit.*, p.177 e Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 758-759 onde refere que “o nosso direito conhece o domínio plurisubjetivo, designadamente nos contratos de grupo paritário e em sociedades cujo controlo conjunto seja estruturado na base de acordos sociais (...) mas é avesso ao duplo controle sobre a mesma sociedade, entendido este enquanto domínio detido em simultâneo por não que uma pessoa não estando concertada entre si”.

IV. Em segundo lugar, o art. 189.º consagra três situações de derrogação legal do dever de lançar a OPA, sendo estas de funcionamento automático. A primeira derrogação está relacionada com a aquisição de ações efetuada através de OPA anterior, devendo esta preencher dois requisitos: (i) ter sido lançada sobre a totalidade das ações e valores mobiliários que deem direito à sua subscrição ou aquisição; e (ii) ter cumprido o art. 188.º, no que respeita ao preço mínimo em dinheiro<sup>76</sup>. Por outro lado, a al. b) do n.º 1 do art. 189.º, consagra uma segunda derrogação, tendo em conta uma aquisição ao preço referido no art. 188.º, preço esse que impediria o saneamento financeiro da sociedade. Por fim, a terceira e última derrogação decorre da al. c) do art. 189.º, sendo que esta considera que ocorre uma maior legitimação desta técnica de concentração, uma vez que a concretização da fusão envolve necessariamente a aprovação por parte dos órgãos de administração e das AGs das sociedades que se irão fundir nos termos do n.º 1 do art. 103.º do CSC<sup>77</sup>.

V. Relativamente à suspensão do dever de lançamento da OPA, verificamos que esta encontra-se consagrada no art. 190.º, segundo o qual o sujeito vinculado ao lançamento de uma OPA poderá proceder à suspensão do dever de lançamento, caso se vincule perante a CMVM, a pôr termo à situação constitutiva do dever no prazo de 120 dias, imediatamente após a constituição do facto constitutivo do mesmo. Com efeito, o sujeito vinculado fica obrigado a alienar a terceiros - que com ele não estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do art. 20.º -, os valores mobiliários suficientes para que os seus direitos de voto se situem abaixo dos limites de constituição do dever de lançamento da OPA. Todavia, na pendência desta alienação ficam suspensos os direitos de voto cuja imputação ao interessado determinaram a constituição do dever de lançamento da OPA<sup>78</sup>.

---

<sup>76</sup> Os princípios subjacentes, a estes requisitos, estão relacionados com a possibilidade de saída da sociedade pelos acionistas minoritários com repartição do prémio de controlo. Desta forma, será necessário respeitar na OPA anterior o princípio da universalidade e o respeito pelas regras do preço mínimo, cf., Paulo Câmara, *cit.*, p. 761.

<sup>77</sup> Cf. Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 763-764.

<sup>78</sup> Cf. Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 764-765.

### ***3. Alteração das Circunstâncias no âmbito de uma Oferta Pública de Aquisição Obrigatória***

#### **3.1. Notas introdutórias ao Regime da Alteração das Circunstâncias e ao artigo 128.º do CVM**

I. Uma das especialidades constantes do regime das OPAs obrigatórias resulta do art. 128.º, relativamente à alteração das circunstâncias. Neste âmbito, iremos proceder a uma comparação entre a aplicação do art. 128.º às OPAs voluntárias e às OPAs obrigatórias, sendo que julgamos que a aplicação desta norma no âmbito de uma OPA obrigatória apenas poderá ser equacionada em termos restritivos, por força dos fundamentos subjacentes ao dever de lançamento de uma OPA obrigatória. Desta forma, no âmbito do regime geral da OPA, verificamos que estas podem ser revogadas ou modificadas caso ocorra uma alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de lançamento da oferta, pelo que os destinatários terão a possibilidade de conhecer as circunstâncias em que o oferente fundou a decisão de lançar a oferta. Contudo, a alteração das circunstâncias deve ser imprevisível, substancial e exceder os riscos inerentes à OPA. Com efeito, julgamos que o art. 128.º deverá ser aplicado às OPAs obrigatórias com as devidas adaptações, sendo as mesmas resultantes da especialidade do regime desta modalidade de OPAs e do seu respetivo dever de lançamento.

II. Relativamente ao tema da alteração das circunstâncias, verificamos que a doutrina é quase unânime relativamente ao carácter excecional deste regime, sendo o seu carácter excecional um espaço comum entre Direito dos Valores Mobiliários e o Direito Civil. Com efeito, no âmbito das OPAs voluntárias podemos verificar que a aplicação da alteração das circunstâncias se afigura como excecional, por força do princípio da irrevogabilidade da oferta (art. 130.º)<sup>79</sup>, pelo que relativamente às OPAs obrigatórias este regime assume uma natureza particularmente excecional, na medida em que o de lançamento da oferta resulta de um dever com fonte legal. Todavia, verificamos que não

---

<sup>79</sup> As faculdades de modificação e revogação da oferta constituem uma exceção ao princípio da estabilidade da oferta, tendo particular importância para os interesses do oferente, sendo contrabalançados com a proteção dos destinatários conferida pela irrevogabilidade.

se afigura adequado o afastamento, em abstrato, da suscetibilidade da aplicação do instituto da alteração das circunstâncias no caso das OPAs obrigatórias, visto que na *praxis* ocorrem situações em que se poderá justificar a aplicação do art. 128.<sup>o80</sup>. Neste sentido, podemos apontar o seguinte exemplo: perante a modificação dos cenários que rodearam o de lançamento da OPA obrigatória, dando lugar à afetação do facto constitutivo desse mesmo dever, verificamos que o oferente poderá pedir uma autorização à CMVM para modificar ou alterar a OPA obrigatória<sup>81</sup>.

Perante o quadro apresentado, devemos proceder a uma análise sistemática entre o regime civil e o regime de direito dos valores mobiliários, de forma a analisar o modo como poderá ocorrer a aplicabilidade da alteração das circunstâncias no âmbito de uma OPA obrigatória.

III. No âmbito do regime civil, o instituto da alteração das circunstâncias encontra-se consagrado no art. 437.º do CC. Aí se estatui que, perante uma alteração anormal das circunstâncias em que as partes tenham fundado a decisão de contratar, a parte lesada terá o direito à resolução do contrato ou à modificação do mesmo segundo juízos de equidade. A procedência da pretensão da parte prejudicada pela alteração das circunstâncias depende de: (i) uma alteração anormal das circunstâncias em que as partes formaram a vontade negocial; (ii) o cumprimento das obrigações por ela assumidas afetar gravemente os princípios da boa fé; e (iii) a alteração não estar coberta pelos riscos próprios do contrato. Com efeito, o regime civil fundamenta este instituto através de uma construção próxima à base do negócio, i.e., o sujeito no momento da formação da vontade estava inserido no âmbito de uma determinada conjuntura que não será alheia a influências externas e futuras. Deste modo, podemos verificar que este instituto se fundamenta ainda numa ideia de equivalência das prestações, i.e., as partes no momento da celebração do contrato serão potenciais destinatárias de vantagens recíprocas que fundamentam o equilíbrio contratual, sendo que esta situação será suscetível de ser afetada por eventos anormais e imprevisíveis que poderão colocar em causa as potenciais

---

<sup>80</sup> No mesmo sentido, *vide* Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 719.

<sup>81</sup> No sentido de que o oferente parece deter um direito potestativo condicionado, i.e., um direito cujo exercício depende de autorização da CMVM *vide* Diogo Bordeira Neves e Filipe Afonso Rocha, “Alteração das circunstâncias, cláusulas MAC e mecanismos de condicionalidade em OPAs”, in *RDFMC*, Vol. II, 2021, pp. 537-570.

vantagens de uma das partes. Neste sentido, o instituto da alteração das circunstâncias constitui um imperativo de justiça material suscetível de afetar a imperatividade do princípio *pacta sunt servanda*, pelo que a aplicação deste instituto terá de resultar de uma rutura da justiça interna do contrato<sup>82</sup>.

IV. Por outro lado, no âmbito do Direito dos Valores Mobiliários, verificamos que, tal como descrito *supra*, as OPAs voluntárias terão início com a divulgação do anúncio preliminar (art. 175.º)<sup>83</sup>, sendo que este corresponde ao momento da vinculação do oferente<sup>84</sup>. Por outro lado, o processo da OPA voluntária termina com o apuramento dos resultados e a divulgação dos mesmos (art. 127.º)<sup>85</sup>. Desta forma, verificamos que entre o momento da vinculação e o cumprimento da obrigação medeia necessariamente um determinado período<sup>86</sup>, durante o qual poderá ocorrer uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias que – de modo cognoscível para os destinatários –, haja fundado a decisão de lançamento da OPA, sendo que caso esta alteração exceda os riscos inerentes à OPA o oferente poderá requerer à CMVM a autorização para a modificação ou revogação da OPA, nos termos do art. 128.º. Contudo, a procedência da pretensão do oferente depende da verificação, cumulativa, dos seguintes pressupostos: (i) ter ocorrido uma alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de lançamento da oferta; (ii) serem as circunstâncias que fundaram a decisão de lançar a oferta cognoscíveis pelos

---

<sup>82</sup> Cf., P. Costa e Silva, “Ofertas Públicas”, *cit.*, pp. 128-130.

<sup>83</sup> Embora o anúncio preliminar não seja ainda tecnicamente uma proposta contratual, este contém uma intenção inequívoca de contratar, pelo que ser-lhe-ão aplicáveis determinadas regras e princípios, destacando-se, entre estes, o princípio da estabilidade da oferta que se traduz na proibição de o oferente revogar a proposta ou alterá-la durante o processo.

<sup>84</sup> A possibilidade de aplicação do regime da alteração das circunstâncias no âmbito de uma OPA depende de se encontrar um ato de vinculação, sendo este através do anúncio preliminar, visto que neste ato temos a vinculação do oferente. Neste sentido, *vide* P. Costa e Silva, “Ofertas públicas”, *cit.*, p. 145.

<sup>85</sup> Também podemos designar como momento de liquidação da operação. Apenas neste momento do processo é que ocorre a transferência da titularidade dos valores mobiliários. Posto isto, até à liquidação da operação temos apenas o bloqueio do valor monetário e dos valores mobiliários nas contas dos destinatários e do oferente. Cf., P. Costa e Silva, “Ofertas públicas”, *cit.*, pp. 131-145.

<sup>86</sup> Posto isto, o princípio da reflexão e da informação adequada, consagrado no art. 3.º n.º 1, al. b) da Diretiva, impõe a concessão de um período suficiente para os titulares das ações visadas poderem, com a informação adequada, tomarem uma decisão com pleno conhecimento de causa.

respetivos destinatários; (iii) imprevisibilidade das alterações; (iv) a alteração deve ser substancial; e (v) a alteração concretamente ocorrida exceder os riscos inerentes à oferta.

No que concerne à OPA obrigatória, tal como referimos *supra*, podemos verificar que a suscetibilidade da aplicação do instituto da alteração das circunstâncias será de carácter excecional. Posto isto, o art. 128.º será suscetível de vir a ser aplicado às OPAs obrigatórias, tal como ocorre nas OPAs voluntárias, com as devidas adaptações. Desta forma, a aplicabilidade do art. 128.º às OPAs obrigatórias, pressupõe a verificação de uma alteração das circunstâncias que rodearam o lançamento da oferta, sendo que esta alteração terá necessariamente de atingir o facto constitutivo do dever de lançamento da OPA. Por fim, devemos analisar os seguintes temas: (i) a determinação do facto constitutivo do dever de lançamento de uma OPA obrigatória; (ii) o momento da vinculação do oferente na OPA obrigatória; e (iii) o momento em que o oferente cumpre a respetivo dever, sendo que será durante este período de tempo que se deverão verificar os pressupostos do art. 128.º, com as necessárias adaptações decorrentes do regime das OPAs obrigatórias.

V. O facto constitutivo tem vindo a ser qualificado como um evento social com relevância jurídica<sup>87</sup>, sendo que, aplicando ao objeto do nosso tema, o facto corresponde ao evento que levará à transição de controlo da sociedade aberta. Com efeito, através da cessão de controlo o oferente irá ultrapassar as fasquias do art. 187.º, através dos critérios de imputação de direitos de voto presentes no art.º 20, sendo que esta norma consagra a suscetibilidade de o sujeito exercer uma influência efetiva ou potencial sobre a sociedade aberta. Neste sentido, após a verificação deste facto jurídico, constitui-se na esfera do sujeito um dever de lançamento de uma OPA, pelo que o obrigado deverá proceder, imediatamente, à publicação do anúncio preliminar (art. 191.º), devendo

---

<sup>87</sup> Menezes Cordeiro define facto jurídico como “evento ao qual o Direito associe determinados efeitos. Numa técnica normativa linear, poder-se-ia dizer que o facto jurídico se apresenta como a realidade apta a, integrando uma previsão normativa, desencadear a estatuição”. Cf. Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil*, Volume II, 5.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2021, p. 83. Por outro lado, Carvalho Fernandes define facto jurídico como “(...) evento social (...) que se mostre[m] adequados a produzir efeitos relevantes para o Direito”. Cf. L. Carvalho Fernandes, *Teoria Geral do Direito Civil*, Volume II, 5.ª Edição, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010, p. 13.

prosseguir o processo até ao final (art. 175.º n.º 2)<sup>88</sup>. No âmbito das OPAs obrigatórias, entendemos que o momento da vinculação do oferente será o mesmo que ocorre para as OPAs voluntárias, i.e., a partir do anúncio preliminar o oferente encontra-se vinculado ao lançamento da OPA, podendo até aqui utilizar um dos mecanismos de exclusão do dever de lançar a OPA. Por outro lado, relativamente ao momento do cumprimento do dever nas OPAs obrigatórias, julgamos que este apenas ocorrerá com o encerramento<sup>89</sup> do processo da OPA.

### **3.2. Pressupostos da aplicação do regime da alteração das circunstâncias no direito dos valores mobiliários e a sua concretização**

I. Tal como referimos *supra*, o legislador no art. 128.º confere ao oferente uma faculdade de modificação ou revogação da oferta perante a verificação de uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias que fundaram a decisão do lançamento da OPA. Todavia, a utilização deste expediente depende da verificação cumulativa dos seus respetivos pressupostos e da autorização da CMVM para a modificação ou revogação da oferta<sup>90</sup>. Posto isto, o oferente pode revogar ou modificar a oferta através da verificação dos seguintes pressupostos: (i) ocorrer uma alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de lançamento da OPA; (ii) a cognoscibilidade das condições de lançamento da oferta por parte dos respetivos destinatários; (iii) imprevisibilidade da alteração; (iv) a substancialidade da alteração; e (v) a alteração deve

---

<sup>88</sup> Correspondendo estes dois momentos aos enunciados nas alíneas (ii) e (iii), presentes no ponto IV do presente capítulo.

<sup>89</sup> No mesmo sentido, parece estar Paulo Câmara quando refere que “o oferente deve conduzir o processo até ao final, valendo com particular acuidade neste domínio a regra da irrevogabilidade das ofertas plasmada no artigo 130.º, n.º 1.” in Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 720.

<sup>90</sup> Sobre a autorização concedida pela CMVM, dentro do prazo razoável para efetuar o pedido de revogação ou alteração com base no instituto da alteração das circunstâncias (art. 128.º), *vide* D. Bordeira Neves e F. Afonso Rocha, “Alteração”, *cit.*, p. 548, referindo que “É a autorização, enquanto ato permissivo, que possibilita ao oferente a adoção de uma conduta, (a modificação ou a revogação da oferta) que de outro modo lhe estaria vedada”.

exceder os riscos inerentes à OPA<sup>91</sup>. Contudo, devemos realçar que a concretização destes pressupostos deve ser analisada casuisticamente, sendo que devemos de atender aos pressupostos no seu todo e ter por base o princípio da justiça contratual subjacente a este instituto<sup>92</sup>. Perante este enquadramento, devemos analisar cada um dos pressupostos do art. 128.º.

II. O primeiro pressuposto do instituto da alteração das circunstâncias relativamente a uma OPA, corresponde à superveniência de uma alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de lançar a OPA. Relativamente ao conceito de “circunstâncias”, podemos verificar que a maioria da doutrina entende as circunstâncias como uma realidade objetiva<sup>93</sup>, i.e., um conjunto de circunstâncias de facto vigentes no momento do lançamento da OPA, pelo que estas correspondem a elementos externos. Em contraposição com as circunstâncias externas, encontram-se os motivos subjetivos<sup>94</sup> ou pessoais do oferente, na medida em que estes não constituem uma realidade externa ao lançamento da OPA. Todavia, verificamos que o art. 128.º apenas se refere às circunstâncias que determinaram a decisão de lançamento da OPA, pelo que se reporta a uma realidade objetiva e à consequente exclusão das alterações subjetivas ou pessoais, independentemente de estas últimas serem entendidas como a causa que determinou o ato

---

<sup>91</sup> Podemos verificar estes pressupostos em P. Costa e Silva, “Ofertas públicas”, *cit.*, p. 136. B. Menezes Cordeiro, *Manual, cit.*, p. 358, e em Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 652-653.

<sup>92</sup> Sobre o equilíbrio da oferta *vide* Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 653, referindo que “este é sempre um instituto subsidiário, apenas se aplicará quando for forçoso introduzir modificações aos termos da proposta para repor o equilíbrio da oferta, por obediência aos princípios da boa-fé, e na medida do necessário para corrigir a base em que o oferente decidiu lançar a oferta. A sua excecionalidade é ainda maior no domínio em que deve prevalecer a estabilidade da oferta”.

<sup>93</sup> Cf. P. Costa e Silva, “Ofertas públicas”, *cit.*, p. 136-138 e B. Menezes Cordeiro, *Manual, cit.*, pp. 358-360.

<sup>94</sup> Relativamente a este tema, P. Costa e Silva utiliza como exemplo a diferença, que tem também reflexos no nosso direito civil, quanto à aplicação dos regimes do erro sobre os motivos e do erro sobre a base do negócio estabelecidos nos arts 251.º e 252.º do CC. Cf. P. Costa e Silva, “Ofertas públicas”, *cit.*, p. 137. Neste sentido, devemos levar em conta que estes motivos são tutelados, no âmbito das OPAs voluntárias, através da possibilidade que o oferente tem de condicionar a oferta, sendo que estas, não poderão ocorrer nas OPAs obrigatórias, pelo que o oferente nestas situações se encontra sem tutela jurídica quanto aos seus motivos subjetivos.

de autovinculação ou como um fim, na medida em que poder-se-ia verificar uma alteração das circunstâncias com fundamento na perda de interesse na OPA pelo oferente.

Por outro lado, relativamente às OPAs obrigatórias, verificamos que o elemento das circunstâncias deverá ser entendido como uma alteração que possa vir a afetar o dever de lançamento da OPA. O dever de lançamento da OPA resulta da ocorrência de uma transição de controlo da sociedade e da ultrapassagem das fasquias de direitos de voto (art.187.º), pelo que à data da constituição do dever de lançamento da OPA o oferente apenas tem em conta as circunstâncias previsíveis nesta data. Por outro lado, julgamos que legislador atribuiu primazia à segurança jurídica<sup>95</sup>, visto que procurou consagrar, no âmbito do dever de lançamento da OPA, um regime obrigatório, objetivo e claro. Com efeito, o participante está consciente que uma determinada decisão poderá implicar o dever de lançar uma OPA. Destarte, devemos sublinhar que perante a impossibilidade de o oferente colocar condições nas OPAs obrigatórias<sup>96</sup>, este terá ainda menos possibilidades de ver os seus motivos subjetivos tutelados no âmbito de uma OPA obrigatória<sup>97</sup>.

III. O segundo requisito da aplicação do art. 128.º é a cognoscibilidade do circunstancialismo que fundou a decisão de lançamento da OPA, sendo este correspondente à base do negócio. Com efeito, este requisito pressupõe a suscetibilidade de os destinatários poderem conhecer as circunstâncias fundamentais para o lançamento da OPA pelo oferente. Recorrendo a uma interpretação sistemática, entendemos que será fundamental adaptar o regime-padrão resultante do art. 437.º do CC, visto que este exige

---

<sup>95</sup> Entendendo que a unificação da imputação de direitos de voto leva a uma melhor clareza e segurança jurídica, *vide* Paulo Câmara, *Manual, cit.*, p. 618 e P. Costa e Silva, in “Sociedade Aberta”, *cit.*, pp. 569-570 que “Numa tensão entre o conceito material não quantitativo de controlo (...) e a segurança e certeza jurídica proporcionada por um conceito formal quantitativo, o legislador preferiu o segundo (...)”.

<sup>96</sup> As condições que aqui referimos são as condições de eficácia, especialmente na sua modalidade de aquisição. Neste sentido, o oferente pode condicionar a celebração do negócio a um facto incerto. Contudo, estas condições não serão admissíveis nas OPAs obrigatórias, salvo se estivermos perante condições legais. No mesmo sentido, *vide* Paulo Câmara, *Manual, cit.* p. 710-713 e 717 e 718, referindo que *máxime* “nas ofertas obrigatórias são proibidas as designadas cláusulas de sucesso”.

<sup>97</sup> Sobre a prática jurídica recorrente no nosso ordenamento jurídico de colocar as circunstâncias essenciais que levaram ao lançamento da oferta no anúncio preliminar, *vide* D. Bordeira Neves e F. Afonso Rocha, “Alteração”, *cit.*, p. 544.

que a alteração ocorra nas circunstâncias que fundaram a decisão das partes de contratar. Contrariamente, no art. 128.º o requisito exige apenas que ocorra uma alteração das circunstâncias em que o oferente fundou a decisão de lançar a OPA<sup>98 99</sup>. Por outro lado, o art. 128.º exige apenas a cognoscibilidade e não o conhecimento efetivo do caráter essencial de determinadas circunstâncias pelos destinatários. Deste modo, podemos verificar que os destinatários “não têm de saber, antes têm de ter podido saber” que aquele circunstancialismo constituía a base do lançamento da oferta<sup>100</sup>. Desta forma, apenas poderemos analisar a cognoscibilidade das circunstâncias através do conteúdo do prospeto, visto que este deve conter a informação “completa, verdadeira, atual clara, objetiva e licita”, sendo que a não verificação de qualquer um destes elementos impossibilita a invocação do instituto (art. 7.º n.º 1 e 136.º n.º 1).

Por outro lado, julgamos que a bitola para a aferição desta cognoscibilidade deve corresponder à bitola de um investidor médio<sup>101</sup>. Neste âmbito, verificamos que o regime das OPAs obrigatórias não impõe nenhuma especialidade, na medida em que a cognoscibilidade dos destinatários da oferta far-se-á tendo em conta o critério do investidor médio, pelo que as OPAs obrigatórias estão também sujeitas ao prospeto,

---

<sup>98</sup> Cf. P. Costa e Silva, “Ofertas públicas”, *cit.*, pp. 138-139.

<sup>99</sup> Esta diferença surge pelo ato jurídico que o legislador considera típico em cada um destes diplomas. No CC o legislador toma como paradigma os negócios jurídicos bilaterais. Por outro lado, relativamente ao regime das OPAs, o legislador centra a sua atenção no ato que é da iniciativa do oferente, sendo este tipicamente unilateral. Desta forma, será normal que se considere como base deste negócio as circunstâncias que fundaram a decisão do oferente.

<sup>100</sup> Neste âmbito, P. Costa e Silva e B. Menezes Cordeiro fundamentam esta alteração em quatro pontos: (i) o caráter heterógeno dos destinatários de uma OPA e a indeterminabilidade e diversidade de investidores que são os destinatários de uma oferta; (ii) a prova desse conhecimento será impossível para o oferente uma vez que o conhecimento é um facto pessoal e psicológico, pelo que seria de facto impossível provar que todos os destinatários de uma oferta teriam conhecimento efetivo das circunstâncias que fundaram a decisão de lançamento desta; (iii) o tempo das OPAs não se coadunam com o tempo necessário para fazer prova de conhecimento de todos os destinatários, visto que as OPAs têm uma duração entre duas a dez semanas, podendo esta duração ser estendida pela CMVM, nos termos do n.º1 do art. 183.º. Cf. P. Costa e Silva, “Ofertas públicas”, *cit.*, p. 139 e B. Menezes Cordeiro, *Manual, cit.*, pp. 358-359.

<sup>101</sup> Em linha com este pensamento, *vide* P. Costa e Silva, “Ofertas públicas”, *cit.*, p. 140, quando refere que “Tomar o investidor especializado como padrão para a cognoscibilidade penaliza fortemente os demais investidores que podem não ter meios para se aperceberem da essencialidade de uma circunstância. No entanto tomar o investidor que não tem qualquer conhecimento de mercado como padrão implicará uma penalização do oferente.” e B. Menezes Cordeiro, *Manual, cit.*, pág. 359.

sendo este, tal como referimos, o ponto de partida da cognoscibilidade dos destinatários (art. 134.º n.º 1).

Relativamente aos fundamentos de lançamento da OPA obrigatória, importa referir que esta advém do cumprimento de um dever de lançamento da OPA. O presente dever resulta cumulativamente da transição de controlo e de ser ultrapassada uma das fasquias de direitos de voto do art. 187.º, sendo estes imputados nos termos do art. 20.º. A título de exemplo, podemos referir o caso em que o oferente efetua a transição de controlo para que, através deste ato, possa vir a modificar o CA, visando com este comportamento tornar a sociedade mais eficiente e valorizar as suas ações no mercado. Contudo, o oferente deverá no âmbito do prospeto dar a conhecer a realidade objetiva externa pela qual adquiriu uma parcela relevante de direitos de voto, visto que desta forma os destinatários terão a suscetibilidade de conhecer o fundamento da transição de controlo.

IV. O terceiro pressuposto para a aplicação do instituto da alteração das circunstâncias será a imprevisibilidade da alteração<sup>102</sup>. O presente pressuposto acaba por introduzir uma forte restrição à aplicação do art. 128.º, embora só seja possível compatibilizar o instituto da alteração das circunstâncias com o princípio *pacta sunt servanda* e com o princípio da estabilidade da oferta no âmbito do Direito dos Valores Mobiliários, através do reconhecimento deste pressuposto. Com efeito, o pressuposto da imprevisibilidade da alteração exige que o oferente no momento em que lança a OPA não possa prever as alterações que mais tarde se acabam por verificar, ou seja, a “evolução das circunstâncias que foram adequadamente prefiguradas pelo oferente acabaram por se revelar absolutamente anómalas”<sup>103</sup>. Neste sentido, a imprevisibilidade da alteração deverá ser aferida de forma objetiva, i.e., no sentido de que ninguém poderia prever o acontecimento que estava por advir, ou, pelo menos, o oferente médio<sup>104</sup> seria incapaz de representar a conjuntura que acaba por se verificar.

---

<sup>102</sup> Este pressuposto remete para a ideia de anormalidade do art. 437.º do CC.

<sup>103</sup> Cf. P. Costa e Silva, “Ofertas públicas”, *cit.*, p. 141.

<sup>104</sup> A favor desta ideia está P. Costa e Silva, na medida em que entende que o oferente padrão não seria capaz de prever a conjuntura. Cf. P. Costa e Silva, “Ofertas públicas”, *cit.*, p. 141. e B. Menezes Cordeiro, *Manual, cit.*, p. 359 quando refere que a imprevisibilidade deve ser aferida à luz do critério do investidor médio.

Por outro lado, relativamente às OPAs obrigatórias, julgamos que se tem de observar uma alteração imprevisível mais intensa no âmbito do facto constitutivo do dever. Neste âmbito, verificamos que nas OPAs voluntárias o lançamento de uma OPA concorrente será considerado como uma alteração das circunstâncias (art. 185.º-B n.º 4), pelo que o legislador reconhece expressamente a possibilidade de o oferente revogar a OPA apresentada. Todavia, não existe no CVM semelhante consagração para as OPAs obrigatórias, na medida em que o cumprimento do dever de lançamento da OPA vincula o oferente a cumprir todo o processo até ao encerramento, quer exista ou não uma OPA concorrente<sup>105</sup>. Neste sentido, entendemos que será possível a verificação de uma alteração de circunstâncias imprevisível no âmbito de um processo de OPA obrigatória, sendo que esta alteração imprevisível dever-se-á fundamentar numa alteração que afete o facto constitutivo do dever de lançamento da OPA. Com efeito, mesmo que o oferente tenha de prever um maior leque de alterações, na medida em que se encontra adstrito a seguir o processo da OPA até ao final, isto não significa que toda e qualquer alteração das circunstâncias seja considerada como previsível. Posto isto, perante uma alteração imprevisível que afete o facto constitutivo do dever de lançamento da OPA, devemos entender que o requisito da imprevisibilidade se encontra preenchido.

V. O quarto pressuposto da aplicação do instituto da alteração das circunstâncias exige que a alteração seja substancial<sup>106</sup>. A substancialidade da alteração é semelhante à exigibilidade de um desvio entre as circunstâncias, tal como se apresentariam perante uma evolução normal e as circunstâncias que na realidade se verificam depois do lançamento da OPA, sendo estas últimas alvo de uma alteração muito significativa das circunstâncias ditas normais. Deste modo, devemos entender como uma alteração substancial, as situações em que ocorre uma alteração desrazoável no âmbito novo circunstancialismo da OPA. Contudo, no âmbito das OPAs obrigatórias, verificamos que este tema não suscita particulares dificuldades, visto que a única alteração será a exigibilidade de a alteração substancial atingir o facto constitutivo do dever, sendo que este facto jurídico se baseou num determinado circunstancialismo, pelo

---

<sup>105</sup> Com a mesma opinião J. Brito Pereira, “Ofertas”, *cit.*, p. 19 e Paulo Câmara, *Manual*, *cit.*, pp. 707-709.

<sup>106</sup> Devemos atender à diferença entre o sistema mobiliário e civilístico neste campo, visto que o regime da alteração das circunstâncias no Direito dos valores mobiliários não exige a quebra do princípio da boa fé, bastando apenas uma alteração anormal, imprevisível e substancial.

que perante um circunstancialismo significativamente diferente este requisito deverá se entender como preenchido.

VI. O quinto pressuposto para a aplicação do art. 128.º, corresponde ao requisito de que a alteração exceda os riscos<sup>107</sup> inerentes à oferta ou, a *contrario sensu*, os riscos dentro da aléa própria da OPA não conduzem a aplicação do instituto da alteração das circunstâncias. Se realizarmos uma interpretação sistemática, podemos verificar que o presente requisito se encontra igualmente presente no art. 437.º do CC, pelo que este será um requisito fundamental para a procedência da pretensão. Com efeito, no âmbito do art. 128.º, devemos procurar delimitar os riscos próprios de uma OPA, de forma a verificar o preenchimento deste requisito. No âmbito das OPAs voluntárias, verificamos que o risco próprio deste negócio difere casuisticamente entre cada operação. Relativamente a este tema, podemos distinguir dois tipos de OPAs voluntárias que têm

---

<sup>107</sup> Em Direito, risco significa a eventualidade de supressão de uma vantagem anteriormente garantida ou a não concretização de uma vantagem objeto de uma expectativa legítima. A regra-base é a suportação do risco pela esfera que beneficia da vantagem suprimida ou não consubstanciada. Sobre o tema do risco, J. M. Antunes Varela, *Das Obrigações em Geral*, Vol. II, Reimpressão 7.ª edição, Coimbra, Almedina, 2001, pp. 85-90 e ainda A. Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil Português*, II – Direito das Obrigações, Tomo IV, Coimbra, Almedina, 2010, p. 186.

subjacentes riscos de diferente extensão, sendo estas: (i) a OPA hostil<sup>108</sup> e a (ii) OPA amigável<sup>109</sup>.

Por outro lado, no âmbito das OPAs obrigatórias, podemos verificar que o risco inerente a estas operações será superior ao risco das OPAs voluntárias. Neste âmbito, podemos chegar a esta conclusão através da análise do regime das OPAs obrigatórias, visto que, por um lado, o legislador não permite ao oferente a imposição de condições de eficácia<sup>110</sup>, nem tampouco consagra a oferta concorrente como um motivo de alteração das circunstâncias, pelo que desta forma, nas OPAs obrigatórias, o oferente acaba por suportar um maior nível de risco.

---

<sup>108</sup> As OPAs voluntárias hostis têm uma extensão de risco superior às OPAs voluntárias amigáveis, na medida em que as OPAs hostis se caracterizam por não ter o consentimento da administração da sociedade visada, pelo que serão mais suscetíveis de serem alvo de medidas destinadas a tornar a aquisição da sociedade menos atrativa para o oferente. Posto isto, no âmbito de uma OPA hostil podem ocorrer com maior probabilidade medidas defensivas, pelo que será mais difícil a aplicação do art. 128.º, na medida em que se encontra incluído no próprio risco da OPA um maior leque de flutuações circunstanciais. Contudo, devemos verificar o momento temporal em que estas medidas se encontram ou não pré-estabelecidas. As medidas defensivas de uma OPA que sejam pré-existentes ao lançamento da oferta deverão considerar-se abrangidas pelo risco inerente à oferta, independentemente do conhecimento por parte do oferente, visto que se este procede ao lançamento da OPA, significa que, pese embora essa alteração, seja provável a aceitação da mesma. Todavia, devemos ter especial atenção com as medidas defensivas que possam protagonizar alterações na pendência da oferta e não previamente a esta. Neste sentido, o facto de uma OPA ser hostil dá lugar a uma maior probabilidade de tomada de várias ações que tornem a aquisição mais onerosa e menos atrativa para o oferente, pelo que, mesmo que sejam tomadas medidas defensivas durante o processo da oferta, estas não devem ser consideradas para a aplicação do regime do artigo 128.º, na medida em que a administração da sociedade visada já se encontra limitada na sua atuação devido ao princípio da neutralidade (art. 182.º), pelo que estas medidas se encontram cobertas pelo risco da OPA.

<sup>109</sup> As OPAs amigáveis tendem a ter um risco de menor expressão, visto que, com a concordância da administração da sociedade visada, não são expectáveis, por parte do oferente, que a sociedade visada adote medidas defensivas ou medidas que tornem a aquisição da sociedade menos atrativa. Por outro lado, perante uma OPA amigável, caso ocorra uma medida defensiva, será mais fácil de se verificar uma alteração das circunstâncias juridicamente relevante, por força da natureza desta modalidade.

<sup>110</sup> As condições de eficácia são permitidas, no âmbito de uma OPA voluntária, desde que preencham os seguintes requisitos: (i) correspondam a um interesse legítimo do oferente; e (ii) não afetem o normal funcionamento do mercado. Posto isto, não serão admitidas condições potestativas como um meio de condicionar uma oferta. Contudo, no âmbito de uma OPA obrigatória, as condições de eficácia encontram-se proibidas. Sobre o tema, *vide* Paulo Câmara, *Manual, cit.*, pp. 710-713 e p. 717.

Posto isto, cabe analisar se estamos perante um dos casos que Paula Costa e Silva classifica como negócios cujo risco vai ao ponto de a oferta se manter seja qual for as circunstâncias existentes no momento do cumprimento<sup>111</sup>. Primeiramente, cumpre referir que o art. 128.º constitui um regime subsidiário, pelo que apenas deverá intervir perante a necessidade de introduzir modificações ou de revogar a OPA. Com efeito, de assegurar um equilíbrio contratual, entre os termos da proposta e a aceitação, a alteração das circunstâncias deverá intervir apenas na medida do necessário para que se possa corrigir a base em que o oferente se vinculou ao dever de lançar a OPA<sup>112</sup>. Contudo, devemos levar em conta que o participante apenas se vincula atendendo à conjuntura que o rodeia no momento em que se dá a transição de controlo e são imputados os direitos de voto suficientes para ultrapassar uma das fasquias do art. 187.º. Desta forma, imediatamente após este facto, o oferente encontra-se numa situação jurídica passiva absoluta, devendo prosseguir com todo o processo de OPA, pelo que o oferente, apenas atendendo à conjuntura no momento em que se dá a transição de controlo é que aceita ficar vinculado para o futuro, (i) com base no conteúdo do anúncio preliminar; (ii) do prospeto; e (iii) do anúncio de lançamento, procurando um equilíbrio entre os benefícios e custos que irá ter com a operação.

---

<sup>111</sup> Cf. P. Costa e Silva, “Ofertas públicas”, *cit.*, p. 142, quando refere “Mas perguntar-se-á, como pode uma alteração imprevisível ser coberta pela álea própria de um negócio? Mesmo que o negócio tenha um risco muito elevado, se a alteração das circunstâncias for imprevisível, como pode esta alteração estar coberta pelos riscos próprios do negócio?”.

<sup>112</sup> No mesmo sentido parece estar Paulo Câmara, *Manual, cit.* pp. 653-654, e M. Carneiro da Frada, “Crise financeira mundial e alteração das circunstâncias – contratos de depósitos vs. Contratos de gestão de carteiras”, in *ROA*, ano 69, n.º 3-4 (Jul-Dez), 2009, pp. 633-695, sendo que este autor entende que o art. 437.º do CC é aplicável a «qualquer tipo de contrato» e «[i]nclusivamente àqueles que apresentam uma forte exposição ao risco ou, mesmo, os que têm o risco por objeto»; «[o]s próprios contratos aleatórios são revisíveis *ex vi* do art. 437.º/1, se se ultrapassa a margem da álea em causa». Perante este quadro, o autor conclui que a resolução ou modificação do contrato é um imperativo de justiça contratual, pelo que não pode ser excluído, à partida, qualquer classe de contratos do âmbito de aplicação do art. 437.º do CC.

#### ***4. Pode a SARS-COV-2 ser considerada um caso de alteração das circunstâncias no âmbito de uma oferta pública de aquisição obrigatória?***

I. A pandemia SARS-COV-2 (doravante Covid-19) veio provocar uma enorme alteração na realidade que se vivia antes de 11 de março de 2020<sup>113</sup>, data em que a Organização Mundial de Saúde (OMS) declarou um surto de doença causada pelo coronavírus 2019 como uma pandemia.

II. Para muitos autores a COVID-19 preenche com facilidade os pressupostos da alteração das circunstâncias<sup>114</sup>, sendo que a consideram como uma situação de grande alteração das circunstâncias. A distinção entre o conceito de grandes e pequenas alterações das circunstâncias foi avançada na década de 40, por *Kegel*. Neste âmbito, verificamos que na categoria das grandes alterações se incluem graves crises financeiras, guerras mundiais, pandemias e todos os demais acontecimentos humanos ou naturais que tenham um impacto social transversal. Por outro lado, no âmbito das pequenas alterações das circunstâncias podemos incluir as alterações com um impacto social e contratual circunscrito<sup>115</sup>.

---

<sup>113</sup> Sobre o desenvolvimento da doença e os seus efeitos a nível de legislação em Portugal, *vide* A. Menezes Cordeiro, “COVID-19 e boa fé”, in *RFDUL*, Ano LXI, n. °1, Lisboa, FDUL, 2020, pp. 24-27 de onde se retiram quatro princípios da legislação para combate à pandemia COVID-19, (i) Eficiência na prossecução do objetivo; (ii) Manutenção do *status quo*; (iii) Cristalização do risco; e (iv) Socialização dos danos.

<sup>114</sup> Entre outros, Menezes Cordeiro, “COVID-19”, *cit.* pp. 41-42, quando refere “Os requisitos da alteração das circunstâncias, mostram-se, *a priori*, reunidos perante múltiplos contratos: a base comum das partes, a superveniência anómala e imprevisível, os danos graves, o atentado à boa fé (...)”; J. Ferreira Gomes, “Contratos de M&A em tempos de Pandemia”, in *RFDUL*, Ano LXI, n. °1, Lisboa, FDUL, 2020, p. 370; Rui P. C. M. Ataíde, “O Direito dos contratos Privados face à presente crise pandémica”, in *RFDUL*, Ano LXI, n. °1, Lisboa, FDUL, 2020, p. 700; M. Carneiro da Frada, “A Alteração das Circunstâncias à Luz do COVID-19”, in *ROA*, Ano 80, n.ºs 1-2 (Jan.-Jun.), 2020, pp. 153-163 e Sandra dos Reis Luís, “A alteração anormal das circunstâncias: o artigo 437.º do Código Civil e a situação pandémica: reflexos contratuais”, disponível <file:///C:/Users/mrc/Downloads/20200725-JULGAR-A-altera%C3%A7%C3%A3o-anormal-das-circunst%C3%A2ncias-Sandra-R-Lu%C3%ADs-1.pdf>, pág. 9.

<sup>115</sup> Cf, Menezes Cordeiro, “COVID-19”, *cit.*, pp. 41-42, e Carneiro da Frada, “A Alteração”, *cit.*, pp.153-163.

III. Por outro lado, ainda que se possa qualificar a pandemia COVID-19 como uma situação de grande alteração das circunstâncias, para a aplicação do regime do art. 128.º, no âmbito de uma OPA obrigatória, devemos sempre verificar se os seus requisitos se encontram preenchidos.

O primeiro pressuposto para que o oferente possa requerer à CMVM a modificação ou revogação da oferta será a ocorrência de uma alteração das circunstâncias que fundamentou o facto constitutivo do dever de lançamento da OPA.

Neste âmbito, entendemos que o Covid-19 parece ser uma alteração objetiva e externa ao enquadramento fáctico do negócio. Com efeito, entendemos que nenhuma das partes - especialmente o oferente -, poderia prever que as circunstâncias ao longo de um processo de OPA obrigatória viessem a ser atingidas por uma situação pandémica que impactou diretamente com as economias dos EM e, por consequência, impactou negativamente sobre o valor das sociedades comerciais e dos seus respetivos valores mobiliários.

O segundo pressuposto corresponde à cognoscibilidade das condições de lançamento da OPA por parte dos respetivos destinatários. Neste âmbito, tal como verificamos *supra*, a cognoscibilidade dos destinatários não constitui um conhecimento efetivo, mas apenas a possibilidade de adquirir esse conhecimento. Posto isto, julgamos que no momento da vinculação do oferente ao lançamento da OPA, os destinatários não poderiam deixar de entender que uma alteração provocada por uma pandemia iria alterar o facto constitutivo do dever de lançamento da OPA, através do qual o oferente pretende a transição do controlo. Desta forma, entendemos que a pandemia causada pelo COVID-19 é cognoscível de todos os destinatários pela sua divulgação a nível mundial.

O terceiro pressuposto de aplicação do art. 128.º corresponde à imprevisibilidade da alteração. Relativamente a este ponto devemos referir que a pandemia COVID-19 não constituiu uma alteração previsível<sup>116</sup>, na medida em que esta, perante a anormalidade da alteração das circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar, foi acompanhada de uma total imprevisibilidade, pelo que o oferente não poderia contar com a alteração das circunstâncias, visto que não poderia contar com a ocorrência de uma pandemia. Repare-se que a natureza geograficamente circunscrita dos principais surtos que eclodiram desde o início do século XXI – nomeadamente, SARS (2003), Gripe das

---

<sup>116</sup> Cf. Rui P. C. M. Ataíde, “O Direito”, *cit.*, p. 682, sendo que só a partir de dezembro de 2019 ou janeiro de 2020 é que a pandemia COVID-19 passou a ser previsível.

Aves (2004) e Gripe Suína (2009) – coloca ainda mais em evidência a anormalidade da realidade que vivemos<sup>117</sup>. No entanto, devemos realçar que o preenchimento deste requisito irá depender do exato momento em que a oferta foi lançada, pois a imprevisibilidade dos efeitos é inversamente proporcional ao progresso do Covid-19<sup>118</sup>.

IV. O quarto pressuposto da aplicação do art. 128.º é a substancialidade da alteração. Desta forma, verificamos que a pandemia Covid-19 realiza uma alteração substancial, visto que a emergência sanitária surgida representa uma modificação de uma condicionante geral da coexistência social, com impacto generalizado e, em muitos casos, brutal, na possibilidade e forma da interação e cooperação de um número indeterminado de sujeitos.

V. O último pressuposto da aplicação do art. 128.º é a alteração das circunstâncias exceder os riscos inerentes à OPA. Neste sentido, sendo a pandemia COVID-19 uma grande alteração das circunstâncias, podemos verificar que as alterações verificadas são gerais e alheias às partes ou a esferas de influência das partes contratantes. Posto isto, o risco da sua ocorrência não deve onerar unilateralmente um dos sujeitos (na presente situação o oferente), deixando assim a posição dos destinatários sem sofrer qualquer prejuízo. Deste modo, pandemia deve ser considerada um risco de todos, a que todos estão sujeitos, a cujos danos ninguém pode pretender eximir-se à custa de outrem e que não deve dar lugar a benefícios integrais a uma das partes em prejuízo de outra<sup>119</sup>.

Com efeito, caso entre o lançamento de uma OPA obrigatória e o encerramento da mesma, o oferente se venha deparar com uma pandemia que altere de forma imprevisível

---

<sup>117</sup> No mesmo sentido, *vide* Sandra dos Reis Luís, “A alteração anormal”, *cit.*, pp. 1-23.

<sup>118</sup> Cf. J. Ferreira Gomes, “Contratos”, *cit.*, p. 371, quando refere “Com efeito, não podem confundir-se os casos de contratos celebrados antes e depois de iniciada a crise, sem prejuízo de esta ter assumido diferentes contornos com o decorrer do tempo.”, sendo que este pensamento foi anteriormente também adotado relativamente à última crise financeira. A título de exemplo, *vide* Ac. TRP de 6 de junho de 2016, Proc. 4463/14.9TBVNG-A.P1, no qual verificamos que o Tribunal não dá por preenchido o requisito da alteração anormal das circunstâncias, no âmbito do artigo 437.º do Código Civil, na medida em que o contrato havia sido celebrado em 2012, pelo que já se poderia averiguar dos efeitos e riscos da crise financeira.

<sup>119</sup> No mesmo sentido parece ir Menezes Cordeiro ao avaliar a legislação emitida, defendendo haver consagração de um princípio de socialização dos danos. Cf. Menezes Cordeiro, “COVID-19”, *cit.*, pp. 34-38.

e substancial o valor de uma sociedade e, por consequência, das suas participações sociais, verificamos que o art. 187.º continuaria a obrigar o oferente a prosseguir com a OPA de acordo com o valor imposto pelo art. 188.º, embora o valor da sociedade tenha diminuído durante esta oferta. No nosso entendimento, esta situação violaria gravemente o princípio da boa fé e o equilíbrio contratual subjacente à OPA, pelo que julgamos que o oferente deverá ter a possibilidade de pedir autorização à CMVM para que venha a permitir a modificação ou revogação da OPA. Desta forma, o grau de risco que o oferente poderia razoavelmente correr encontra-se claramente ultrapassado na situação da presente pandemia, sendo que o equilíbrio contratual aquando da transição de controlo se encontra igualmente excedido.

VI. No sentido de que a Covid-19 pode ser qualificada como um fundamento para a modificação ou revogação de uma OPA parece também estar a CMVM. Neste âmbito, podemos destacar o caso real da OPA voluntária sobre o capital social da Media Capital por parte da Cofina. Nesta situação, a CMVM concedeu, em sede de audiência prévia, que a Cofina renunciasse ao pedido de revogação da oferta e viesse a requerer a modificação da mesma, tendo a Cofina apresentado como fundamentação deste modo de aplicação do instituto da alteração das circunstâncias (e de um projeto de anúncio preliminar revisto) os seguintes argumentos: *(i)* atender ao princípio do aproveitamento dos negócios jurídicos; *(ii)* favorecer uma solução de mercado; *(iii)* reequilibrar os termos da oferta e reintroduzir a equidade subjacente ao momento do anúncio preliminar original; e *(iv)* salvaguardar os interesses dignos de tutela na oferta. A modificação acabou por ser concedida pela CMVM<sup>120</sup>, tendo esta decisão resultado do facto de, na pendência do procedimento de registo da OPA preliminarmente anunciada pela Cofina a 21 de setembro de 2019, se ter verificado a superveniência de factos associados em particular ao contexto da pandemia de Covid-19, que, tendo afetado de forma imprevisível e materialmente adversa os fundamentos em que assentou a configuração originária da oferta preliminarmente anunciada, excederam os riscos àquela inerentes, legitimando a Cofina a invocar o direito conferido no artigo 128.º.

---

120

Vide [https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/rec\\_oper/Operacoes/opa\\_media\\_capital/Pages/requerimento\\_cofina\\_12082020.aspx](https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/rec_oper/Operacoes/opa_media_capital/Pages/requerimento_cofina_12082020.aspx).

## ***Conclusão***

No início da nossa investigação, analisámos os fundamentos legislativos e os pressupostos do dever de lançamento de uma OPA de acordo com os cânones da interpretação hermenêutica do nosso sistema jurídico (art. 187). Ao longo do presente trabalho, procurámos analisar se, perante a constituição do dever legal de lançamento de uma OPA, o obrigado poderá utilizar o instituto da alteração das circunstâncias (art. 128.º) e requerer à CMVM a autorização para proceder à modificação ou revogação da OPA. Concluímos julgamos que (i) perante a verificação de todos os requisitos cumulativos do art. 128.º: e (ii) desde que a alteração das circunstâncias tenha impacto no facto constitutivo do dever de lançamento de uma OPA, o participante terá legitimidade para pedir à CMVM a modificação ou revogação da OPA.

Posto isto, verificámos que esta interpretação confere plena coerência à coordenação entre os princípios fundamentais de Direito que fundamentam o instituto da alteração das circunstâncias e as regras do sistema de Direitos dos Valores Mobiliários que fundamentam o mecanismo do dever de lançamento de uma OPA perante a constituição de uma posição de controlo do participante sobre a sociedade visada.

Por outro lado, demonstrámos que a pandemia COVID-19 constitui uma grande alteração das circunstâncias que coloca em causa o equilíbrio das prestações no âmbito de uma OPA obrigatória, pelo que um oferente cujo facto constitutivo do dever de lançamento da OPA tenha sido diretamente afetado pela pandemia COVID-19 terá direito a utilizar o instituto do art. 128.º.

## ***Bibliografia***

- Almeida, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, 7.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2013
- Almeida, Carlos Ferreira de, “OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento”, in: *Instituto dos Valores Mobiliários*, disponível em <https://www.yumpu.com/pt/document/read/51849246/download-instituto-dos-valores-mobiliarios>, 2013
- Ataíde, Rui P. C. M., “O Direito dos contratos privados face à presente crise pandémica”, in: *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, Ano LXI, n. °1, Lisboa, FDUL, 2020
- Baptista, Daniela Farto, *A atuação concertada como fundamento da imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Porto, Universidade Católica Portuguesa, 2016
- Câmara, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina, 2018
- Castro, Carlos Osório de, “A imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, in: *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07CarlosOCastro.pdf>, 2000
- Cordeiro, António Barreto Menezes, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2016
- Cordeiro, António Menezes, “A oferta pública de Aquisição”, in: AA.VV., *Direito do Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa 1997
  - “A 13.<sup>a</sup> Diretriz do Direito das Sociedades (ofertas públicas de aquisição)”, in: *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 64, Vol. I-II (Nov.), Lisboa, 2004
  - *Direito das Sociedades Comerciais*, Vol. II, 2.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina, 2007
  - *Tratado de Direito Civil Português*, Vol. II – Direito das Obrigações, Tomo IV, Coimbra, Almedina, 2010.
  - “COVID-19 e boa fé”, in: *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, Ano LXI, n. °1, Lisboa, FDUL, 2020

- Tratado de Direito Civil, Volume II, 5ª Edição, Coimbra, Almedina, 2021
- Costa, Mariana Fontes da, “Covid-19 e alteração superveniente das circunstâncias”, in: *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 81, Vol. I/II (Jan./Jun.), 2021
- Cunha, Paulo Olavo, *Manual das Sociedades Comerciais*, 7.ª Ed., Coimbra Almedina, 2019
- Fernandes, Luís Carvalho, *Teoria Geral do Direito Civil*, Vol. II, 5.ª Edição, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010
- Ferreira, Manuel Requicha, “OPA Concorrente”, in: *Caderno do mercado de valores mobiliários*, Vol. 30, n.º 1, 2008.
  - *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*, Coimbra, Almedina, 2015
- Frada, Manuel Carneiro da, “Crise financeira mundial e alteração das circunstâncias – contratos de depósitos vs. Contratos de gestão de carteiras”, in: *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 69, n.º 3-4 (Jul-Dez), 2009
  - “A Alteração das Circunstâncias à Luz do COVID-19”, in: *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 80, n.ºs 1-2 (Jan.-Jun.), 2020
- Gomes, José Ferreira, “Contratos de M&A em tempos de Pandemia”, in: *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, Ano LXI, n.º 1, Lisboa, FDUL, 2020
- Gomes, José Ferreira / Gonçalves, Diogo Costa, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, Vol. I, Lisboa, AAFDL, 2018
- Luís, Sandra dos Reis, “A alteração anormal das circunstâncias: o artigo 437.º do Código Civil e a situação pandémica: reflexos contratuais”, disponível <file:///C:/Users/mrc/Downloads/20200725-JULGAR-A-altera%C3%A7%C3%A3o-anormal-das-circunst%C3%A2ncias-Sandra-R-Lu%C3%ADs-1.pdf>
- Neves, Diogo Bordeira / Rocha, Filipe Afonso, “Alteração das circunstâncias, cláusulas MAC e mecanismos de condicionalidade em OPA’s”, in: *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados Capitais*, Vol. II, 2021
- Neves, Vítor Pereira, “Delimitação dos Votos Relevantes para Efeitos de Constituição e de Exigibilidade do Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, in: *Estudos de Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Vol. I, Coimbra, Almedina, 2011

- Pena, Nuno Ricardo da, *Código dos Valores Mobiliários Anotado e Comentado*, Lisboa, editor e autor, 2015
- Pereira, Jorge Brito, *A OPA Obrigatória*, Coimbra, Almedina, 1998
  - Pereira, Jorge Brito, “Ofertas Públicas de Aquisição Concorrentes”, in: *Revista de Direito das Sociedades*, XII, Coimbra, Almedina, 2020
- Resende, João Mattamouros, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010
- Rocha, Filipe Afonso, “Da atuação concertada como fundamento de imputação de direitos de voto à [r]equação dos direitos potestativos de aquisição como critério legitimador de imputação”, in: *Revista de Direito das Sociedades*, XXII, Coimbra, Almedina, 2021
- Silva, João Soares da, “Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários”, in: *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, disponível em <https://www.mlgs.pt/xms/files/v1/Publicacoes/Artigos/418.pdf>.
- Silva, Paula Costa e, “Ofertas Públicas e Alteração das Circunstâncias”, in: *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra, Coimbra Editora, 2003
  - “Domínio da Sociedade Aberta e Respetivos Efeitos”, in: *Revista de Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Coimbra, Coimbra Editora, 2004
  - *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Coimbra Editora, 2005
  - “Sociedade Aberta, Domínio e Influência Dominante”, in: *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, vol. XLVIII, n.ºs 1 e 2, Coimbra, Coimbra Editora, 2007;
- Varela, Antunes, *Das Obrigações em Geral*, Vol. II, Reimpressão 7.<sup>a</sup> edição, Coimbra, Almedina, 2001;
- Vasconcelos, Pedro Pais de, “Concertação de acionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedade abertas”, in: *Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2010.

### ***Jurisprudência***

- Acórdão do Tribunal da Relação do Porto de 6 junho de 2016, Relator Carlos Querido, Proc. 4463/14.9TBVNG-A.P1.

<i>Índice</i>	
<i>Introdução</i> .....	7
<b>1. Ofertas Públicas de Aquisição: regime e fases processuais</b> .....	8
1.1. Notas introdutórias.....	8
1.2. Processo de uma oferta pública de aquisição voluntária .....	11
1.3. Fases processuais facultativas.....	16
<b>2. Introdução às Ofertas Públicas de Aquisição Obrigatórias</b> .....	17
2.1. O Método de imputação de direitos de voto do artigo 20.º do CVM.....	19
2.2. Fundamentos do dever de lançamento de oferta pública de aquisição..	24
2.3. Caracterização do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição obrigatória .....	26
2.4. Derrogações e suspensão do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição obrigatória .....	28
<b>3. Alteração das Circunstâncias no âmbito de uma Oferta Pública de Aquisição Obrigatória</b> .....	31
3.1. Notas introdutórias ao Regime da Alteração das Circunstâncias e ao artigo 128.º do CVM.....	31
3.2. Pressupostos da aplicação do regime da alteração das circunstâncias no direito dos valores mobiliários e a sua concretização .....	35
<b>4. Pode a SARS-COV-2 ser considerada um caso de alteração das circunstâncias no âmbito de uma oferta pública de aquisição obrigatória?</b> .....	44
<i>Conclusão</i> .....	48
<i>Bibliografia</i> .....	49
<i>Jurisprudência</i> .....	52