

Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa E  
Católica Lisbon School of Business & Economics  
Mestrado em Direito e Gestão 2012/2013



UNIVERSIDADE  
**CATÓLICA**  
PORTUGUESA

**O Saneamento Financeiro como forma de  
Derrogação da Oferta Pública de Aquisição  
Obrigatória**

**Dissertação de Mestrado de**

Mafalda Maria Fonseca Falcão

**Orientador:** Professor Jorge Brito Pereira

Lisboa, agosto de 2014

## **Agradecimentos**

Este trabalho foi elaborado com vista à dissertação final do Mestrado de Direito e Gestão, diploma conjunto da Faculdade de Direito da Universidade Católica de Lisboa e da Católica Lisbon School of Business & Economics. Ele representa uma longa viagem de leituras, debates e sobretudo aprendizagens, para o qual contribuíram um grande número de pessoas com os seus conhecimentos e amizade.

Em cada etapa do meu caminho tive o prazer, a honra e o privilégio de encontrar pessoas que influenciaram a minha maneira de pensar e consequentemente esta dissertação. Este trabalho não teria sido possível sem a sua ajuda e o seu estímulo.

Em primeiro lugar e acima de tudo gostaria de agradecer aos meus pais pelo seu exemplo, pela sua presença e pelas oportunidades que me proporcionaram, contribuindo para o meu desenvolvimento como estudante, como profissional, mas sobretudo como pessoa.

Agradeço a todos os professores da Universidade Nova de Lisboa e posteriormente da Universidade Católica pela excelência dos seus ensinamentos.

De forma especial agradeço ao Senhor Professor Jorge Brito Pereira, meu professor da cadeira de Mercado De Capitais e o meu orientador desta dissertação, cujo papel neste trabalho foi inestimável.

Um agradecimento muito especial à minha tia Ana Manoel, minha madrinha, que sempre me apoiou e que prontamente se propôs a rever o meu trabalho.

A todo o departamento de Mercado de Capitais e Private Equity da PLMJ – Sociedade de Advogados, R.L., muito obrigada. Obrigada à Dra. Magda Viçoso, que deu o “pontapé de saída” para este trabalho, obrigada à Dra. Inês Pinto da Costa pelo contributo bibliográfico, obrigada à Dra. Bárbara Godinho Correia e ao Dr. Alexander Ehlert, pela solidariedade e respeito que demonstraram no decorrer da elaboração desta tese, e um muito obrigada à Sónia Pacheco por toda a sua colaboração neste trabalho. Agradeço ainda ao Dr. Nuno Líbano Monteiro, sócio do departamento de contencioso da PLMJ – Sociedade de Advogados, R.L., pelo contributo bibliográfico disponibilizado.

O Saneamento Financeiro como forma de Derrogação da Oferta Pública de Aquisição  
Obrigatória

Este trabalho não seria possível sem o apoio de todos os meus amigos que me apoiaram, deram ideias e me motivaram. Obrigada Afonso Bulhão Martins, Clemente Cardoso Pinto, Francisco Mesquita, Inês Falcão, João Saramago Tavares, Leonor Fontes, Mafalda Estrada, Margarida Guerra, Maria Guerra, Mariana Carvalho, Sofia Nogueira Leite e Teresa Pessoa e Costa. Um grande obrigada ao Manuel Sequeira por todo o apoio, dedicação e contributo bibliográfico.

A todos bem hajam.

Lisboa, agosto de 2014,

*Mafalda Maria Fonseca Falcão*

## **MODO DE CITAR E OUTRAS CONVENÇÕES**

Não nos tendo sido fornecida qualquer indicação sobre as normas de citação a utilizar ao longo do presente trabalho optámos por escolher as regras do Manual da norma Portuguesa NP 405. Assim, todas as referências bibliográficas, citações e transcrições feitas ao longo do texto estão identificadas de acordo com tais normas.

Referimos ainda que a autora escreve segundo o Acordo Ortográfico, em vigor em Portugal, à data.

## Lista de Abreviaturas

- **Ac.** - Acórdão
- **Al.** - Alínea
- **Art.** – Artigo
- **CC** – Código Civil
- **CdMVM** – Código do Mercado de Valores Mobiliários
- **Cfr.** – Conferir
- **CIRE** – Código da Insolvência e da Recuperação de empresas
- **Cit.** – Obra citada
- **CMVM** – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
- **Coord.** – Coordenado por
- **CPC** – Código de Processo Civil
- **CPEREF** – Código dos Processos Especiais de Recuperação de Empresa e da Falência
- **CRP** – Constituição da República Portuguesa
- **CSC** – Código das Sociedades Comerciais
- **CVM** – Código dos Valores Mobiliários
- **Diretiva** - Diretiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril
- **DL** – Decreto-Lei
- **IAPMEI** - Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação
- **JOCE** - Jornal Oficial das Comunidades Europeias
- **OPA** – Oferta Pública de Aquisição
- **p.** – Página(s)
- **PER** – Processo Especial de Revitalização
- **Reimp.** - Reimpressão
- **SIREVE** – Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial
- **ss** – Seguintes
- **V.** – *Vide*

## RESUMO

I. Introdução II. A Derrogação da Oferta Pública de Aquisição Obrigatória: a) Enquadramento da Oferta Pública de Aquisição; b) Enquadramento da Oferta Pública de Aquisição Obrigatória: i. Em Portugal; ii. A Diretiva das OPAs; iii. Em Inglaterra; iv. Na Alemanha; v. Em Espanha; vi. Em França; vii. Em Itália. III. O saneamento financeiro e a Recuperação das Sociedades: a) Enquadramento histórico do regime da insolvência e da recuperação de empresas; b) Processos de recuperação de empresas: i. Considerações gerais; ii. Plano de Insolvência e Plano de Recuperação; iii. Processo Especial de Revitalização; iv. Sistema de Recuperação de Empresas por via Extrajudicial. c) A insolvência iminente, a insolvência atual e a situação económica difícil. IV. Medidas de saneamento e de recuperação que podem alterar o controlo da sociedade: A conversão de créditos; ii. A aquisição de participações sociais; V. A derrogação da OPA e as medidas de saneamento financeiro e de recuperação de empresas: a) O preço equitativo b) A derrogação: i. A derrogação no PER e no SIREVE; ii. A automaticidade da derrogação: a. Controlo de aplicação do PER; b. Controlo de aplicação do SIREVE; c. As consequências da falta de controlo independente; d. A solução para o problema c) Os acordos voluntários: i. O problema; ii. Uma possível solução. V. Conclusões

## ABSTRACT

I. Introduction II. The Exemption of the Mandatory Bid Rule: a) Context of the Mandatory Bid Rule; b) Context of the Mandatory Bid Rule: i. In Portugal; ii. The European Directive; iii. In United Kingdom; iv. In Germany; v. In Spain; vi. In France; vii. In Italy. III. The insolvency and financial recovery of Companies: a) Historical context of insolvency and financial recovery framework of companies; b) Financial Recovery processes: i. General; ii. Insolvency plan and Recovery plan; iii. Processo Especial de Revitalização; iv. Sistema de Recuperação de Empresas por via Extrajudicial. c) Imminent insolvency, insolvency and difficult economic situation. IV. Measures of financial recovery that can change the control of the company: i. *Debt for equity swap agreements*; ii. Acquisition of equity; V. The exemption of the Mandatory Bid Rule and Measures of financial recovery: a) The equitable price; b) The exemption: i. The exemption in PER and SIREVE; ii. The automaticity of the exemption: a. Control of the application of PER; b. Control of the application of SIREVE; c. Consequences of

O Saneamento Financeiro como forma de Derrogação da Oferta Pública de Aquisição  
Obrigatória

the lack of independent control; d. The solution c) Voluntary agreements: i. The problem; ii. A potential solution. V. Conclusions

## Índice

I.	Introdução.....	10
II.	A Derrogação da Oferta Pública de Aquisição Obrigatória .....	12
a)	Enquadramento da Oferta Pública de Aquisição Obrigatória .....	12
b)	Enquadramento da Derrogação da Oferta Pública de Aquisição Obrigatória... 14	
i.	Em Portugal.....	14
ii.	A Diretiva das OPAs .....	15
iii.	Em Inglaterra.....	17
iv.	Na Alemanha.....	18
v.	Em Espanha .....	19
vi.	Em França .....	19
vii.	Em Itália .....	20
III.	O Saneamento Financeiro e a Recuperação das Sociedades .....	22
a)	Enquadramento histórico do regime da insolvência e da recuperação de empresas.....	22
b)	Processos de recuperação de empresas.....	24
i.	Considerações Gerais .....	24
ii.	Plano de insolvência e Plano de Recuperação .....	25
iii.	Processo Especial de Revitalização .....	26
iv.	Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial.....	27
c)	A insolvência iminente, a insolvência atual e a situação económica difícil.....	28
IV.	Medidas de saneamento e de recuperação que podem alterar o controlo da sociedade .....	31
i.	A conversão de créditos .....	32
ii.	A aquisição de participações sociais .....	33
V.	A derrogação da OPA e as medidas de saneamento financeiro e de recuperação de empresas.....	34

O Saneamento Financeiro como forma de Derrogação da Oferta Pública de Aquisição  
Obrigatória

a)	O preço equitativo .....	34
b)	A derrogação .....	36
	i.A derrogação no PER e no SIREVE .....	37
	ii.A automaticidade da derrogação e os mecanismos de recuperação extrajudiciais .....	39
	a. Controlo de aplicação do PER .....	40
	b. Controlo de aplicação do SIREVE.....	41
	c. As consequências da falta de controlo independente .....	41
	d. A solução para o problema.....	42
c)	Os Acordos Voluntários .....	45
	i.O problema .....	45
	ii.Uma possível solução.....	47
VII.	Conclusões.....	50
VIII.	Bibliografia.....	52

## I. Introdução

A derrogação de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) na sequência da aplicação de uma medida de saneamento financeiro ou de recuperação de empresas, é um tema pouco ou nada desenvolvido, principalmente pela nossa doutrina jurídica. Perante a crise económico-financeira que se vive em Portugal desde 2008, este é um assunto atual que merece ser mais aprofundado.

Propomo-nos assim a desenvolver esta matéria, incidindo o nosso estudo em dois grandes focos: por um lado a compatibilidade do Processo Especial de Revitalização (PER) e do Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial (SIREVE), com o regime da derrogação das OPAs; por outro lado o âmbito de aplicação da referida derrogação, apoiando-nos na histórica distinção entre dispensas e derrogações.

Em relação ao primeiro ponto, a questão surge da obrigação de lançar uma oferta sobre todos os valores mobiliários de uma sociedade aberta, sempre que seja atingido o controlo da mesma. O objetivo é garantir que o prémio que o acionista controlador adquire, é partilhado com os restantes acionistas. Esta obrigação é no entanto delimitada de forma negativa, através da introdução de exceções ao lançamento da OPA. Entre as várias exceções existentes, vamos na presente dissertação dedicar-nos à derrogação aplicável aos casos em que o controlo é adquirido na sequência da execução de uma medida de saneamento financeiro, ou de recuperação de empresas tal como previsto no art. 189.º, n.º 1, al. b) do Código dos Valores Mobiliários (CVM). Entre as referidas medidas de recuperação encontramos o PER e o SIREVE. Sendo estes processos marcados pela autonomia dos credores e do devedor, a adoção de medidas que conduzam ao controlo da sociedade é frequente, tal como acontece com o aumento de capital por aquisição de participações sociais, ou pela conversão de créditos em capital.

Esta derrogação é aplicada de forma quase automática, sendo apenas verificado pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) se a sociedade se encontra num processo de saneamento financeiro ou de recuperação. É neste âmbito que a compatibilidade da derrogação com o PER e o SIREVE se pode tornar problemática. Estes são mecanismos simplificados e tendencialmente extrajudiciais cujo controlo inicial nos parece ser reduzido.

No antigo Código do Mercado dos Valores Mobiliários (CdMVM) a situação em causa era uma dispensa ou seja para que o dever de lançamento de uma OPA fosse afastado não bastava uma mera verificação por parte da CMVM, esta entidade tinha poderes para analisar as situações casuisticamente e consoante a necessidade concreta afastar, ou não, o dever. Ao converter esta dispensa em derrogação, o legislador trocou a flexibilidade por um maior rigor do regime, procurando em especial acabar com a margem de discricionariedade que era concedida à CMVM. Acontece que esta rigidez nem sempre é adequada à evolução legislativa, podendo dar origem a falhas na regulação, tal como iremos tentar demonstrar.

Como procuraremos demonstrar, existem casos em que uma análise superficial é suficiente e outros em que é necessário aprofundar um pouco mais os pressupostos que dão origem a uma situação de derrogação. Entre estes últimos consideramos que se incluem as derrogações com base nos novos mecanismos de recuperação de empresas, não só pela sua natureza extrajudicial, como pelo controlo que consideramos ser insuficiente.

Na sequência desta distinção entre dispensas e derrogações, entramos no segundo ponto da nossa dissertação. A dispensa prevista no CdMVM tinha um âmbito de aplicação mais amplo, já que, ao contrário do que acontece na atual derrogação, não se aplicava apenas às medidas previstas na lei. O legislador deixou de fora da exceção de lançamento de uma OPA os casos em que, na sequência de uma operação de reorganização financeira que não decorra de uma medida de recuperação legalmente prevista, seja atingido o controlo de uma sociedade.

Apoiando-nos na distinção entre o regime das dispensas e das derrogações, vamos tentar perceber até que ponto a opção do legislador se adequa à atualidade e quais as consequências que implica. A verdade é que, ao afastar as referidas operações do âmbito de aplicação da norma, o legislador está também a afastar a possibilidade das sociedades recuperarem a sua estabilidade financeira, bem como de sofrerem uma intervenção a tempo de permitir a sua recuperação.

Face ao que acabámos de expor, propomo-nos analisar a compatibilidade entre o atual regime da insolvência e recuperação de empresas e o regime da derrogação das OPAs obrigatórias, recorrendo à evolução histórica dos mesmos e ao direito comparado.

## II. A Derrogação da Oferta Pública de Aquisição Obrigatória<sup>1</sup>

### a) Enquadramento da Oferta Pública de Aquisição Obrigatória

O dever de lançamento de uma OPA apenas se aplica, como determina o art. 187.º, às sociedades com o capital aberto ao investimento público, abreviadamente designadas sociedades abertas<sup>2</sup>. O capital das sociedades está disperso, havendo interesses distintos e minorias que necessitam de especial proteção. É aqui que o legislador intervém, obrigando ao lançamento de uma OPA geral<sup>3</sup> (dirigida a todos os titulares dos valores mobiliários da sociedade visada) sempre que seja ultrapassada a barreira de um terço ou de metade dos direitos de voto<sup>4</sup>, contabilizados com respeito pelo art. 20.º, n.º 1<sup>5</sup>.

Esta obrigação parte da “ (...) ideia geral de que os benefícios da aquisição do domínio sobre uma sociedade aberta devem ser partilhados pelos acionistas minoritários (...)”<sup>6</sup>. Quando é atingido um dos referidos limites, geralmente alcança o domínio da sociedade<sup>7</sup>, o que lhe confere um “prémio de controlo”<sup>8</sup> que, de acordo com

---

<sup>1</sup> Neste capítulo qualquer artigo sem outra indicação pertence ao Código dos Valores Mobiliários (CVM).  
<sup>2</sup> De destacar que enquanto nas disposições comuns às OPAs (arts. 173.º a 186.º) fala-se sempre em “sociedade visada”, nas disposições sobre as OPAs obrigatórias (arts. 187.º a 193.º) fala-se em “sociedades abertas”. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e imputação dos Direitos de Voto*, 2011, p. 250.

<sup>3</sup> Resulta do art. 173.º, em conjunto com o art. 187.º, n.º 1.

<sup>4</sup> Cfr. art. 187.º, n.º 1.

<sup>5</sup> O que releva são os votos (excluindo-se assim as ações próprias, as ações preferenciais sem voto e os instrumentos financeiros que permitam adquirir ou subscrever ações no futuro), ou seja nas sociedades abertas o que é importante é o poder efetivo e a influência decisiva do sentido do voto. Compreende-se que assim seja pois a detenção de capital não é suficiente para influenciar o rumo da sociedade, já os votos têm essa capacidade. Sobre o assunto v. JOÃO 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*, 2007 p. 47 e ss.; JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, “A imputação de direitos de voto no mercado de capitais”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2007, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), p. 59 e ss.; PAULA COSTA E SILVA, “Organismos de investimento coletivo e imputação de direitos de voto”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2007, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), p. 70-81; VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “A natureza transmitiva dos critérios de imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários”, in *Estudos comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, 2008, p. 507 e ss; PAULA COSTA E SILVA, “A imputação dos direitos de voto na oferta pública de aquisição”, in *Jornadas sobre Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, 2007, p. 243 a 282; e CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento”, in *Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários*, 2013.

<sup>6</sup> Preâmbulo do DL n.º 486/99, de 13 de novembro, ponto 12.

<sup>7</sup> A participação de controlo é aquela que permite ao participante decidir o governo da sociedade e ter um poder jurídico sobre os órgãos sociais, pois são estes que representam a sociedade e determinam a sua vontade juridicamente relevante. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2013, p. 543-682.

<sup>8</sup> Nas palavras de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade – Por*

o princípio do tratamento igualitário<sup>9</sup>, imposto pelo art. 15.º, deve ser partilhado por todos os acionistas. O que se procura é a igualdade financeira entre os acionistas minoritários e o alienante do controlo, evitando que este último possa vender as suas participações a um valor superior ao que o mercado oferece, enquanto os acionistas minoritários apenas conseguem alcançar o valor de mercado<sup>10</sup>. A imposição do lançamento de uma OPA visa ainda permitir a exoneração dos acionistas minoritários<sup>11</sup>, pois é inexigível que perante uma mudança no controlo da sociedade, estes mantenham as suas participações sociais. Desde logo porque podem não concordar ou confiar nos novos controladores, além de que a alteração do domínio pode conduzir à desvalorização das participações sociais<sup>12</sup>.

Perante esta obrigatoriedade a OPA deixa de ser um meio de aquisição de participações sociais, passando a ser uma garantia da igualdade<sup>13</sup>, a qual só é conseguida com o estabelecimento de regras para a contrapartida a pagar pelo oferente. Só assim se consegue que os minoritários vendam os valores mobiliários a um preço equitativo<sup>14</sup> e que o prémio de controlo seja repartido por todos<sup>15</sup>. É o n.º1 do art. 188.º que estabelece o regime de cálculo da contrapartida a pagar<sup>16</sup>.

---

*um Critério Unitário de Solução do “Conflito do Grupo”*, 2012, p. 457 “[o] prémio de controlo não representa mais do que a contrapartida do poder de gestão da sociedade, que acresce ao valor patrimonial das ações, e que se justifica pelo facto de o investidor poder exercer a direção da sociedade e gerir diretamente o seu investimento, conservando o domínio sobre o mesmo, ao contrário do que sucede com os accionistas minoritários, desprovidos de qualquer influência sobre as decisões empresariais”.

<sup>9</sup> PAULO CÂMARA, “O dever de lançamento de Oferta Pública de aquisição no novo código dos direitos mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, II, 1999, p. 251.

<sup>10</sup> Preâmbulo do Decreto-Lei nº 486/99, de 13 de novembro.

<sup>11</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades...cit.*, p. 600 e ss.

<sup>12</sup> Sobre os fundamentos da OPA obrigatória v. JORGE RIBEIRO MENDONÇA, “A tomada de sociedade através de oferta pública de aquisição”, in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, 2004, p.69; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória...cit.*, p. 189 e ss.; JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA Obrigatória – Fundamentos e Regime do Novo Código dos Valores Mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, 2001, p. 179 e ss; PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...cit.*, p. 640 e ss.; EASTERBROOK / FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, 2006, p. 112.

<sup>13</sup> JORGE RIBEIRO MENDONÇA, “A tomada de sociedade... cit.”, p.69.

<sup>14</sup> A tendência empírica demonstra que depois do encerramento, com êxito, de uma OPA o preço das ações visadas desce, o que constitui um fator de pressão sobre os destinatários para aceitarem alienar as suas participações.

<sup>15</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória...cit.*, p. 303 e 304.

<sup>16</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória...cit.*, p. 310-311.

## **b) Enquadramento da Derrogação da Oferta Pública de Aquisição**

### **Obrigatória<sup>17</sup>**

#### **i. Em Portugal**

Sempre que se ultrapassa um dos limites referidos anteriormente, está-se automaticamente obrigado a lançar uma OPA. Esta automaticidade porém, nem sempre se adequa ao caso concreto, por não haver necessidade de proteção ou por existirem interesses que, *in casu*, têm um peso superior. Tendo em conta esta situação o legislador estabeleceu algumas exceções ao dever do lançamento de uma OPA, como é o caso das derrogações e da suspensão do dever<sup>18</sup>.

No presente estudo apenas nos vamos dedicar à análise do mecanismo de derrogação das OPAs obrigatórias, cuja regulação terá começado com a versão originária do Código das Sociedades Comerciais (CSC)<sup>19</sup>. O Projeto do CSC, da autoria do Prof. Raúl Ventura, datado de 1986, terá incluído a primeira abordagem à obrigatoriedade de lançamento de uma OPA, em especial nos arts. 306.º a 315.º<sup>20</sup>. À data, nenhuma OPA tinha sido lançada em Portugal<sup>21</sup>, pelo que o diploma não tinha por base qualquer experiência prática, baseando-se apenas em estudos de direito comparado<sup>22/23</sup>.

Embora não constassem referências à figura da derrogação, o código previa no seu art. 313.º, n.º1, al. b), que a obrigatoriedade apenas existia quando os estatutos não estipulassem direito de preferência na compra ou troca de ações, pelo que a ideia de

---

<sup>17</sup> Embora tenhamos em conta a distinção jurídica existente entre “sociedade(s)” e “empresa(s)”, ao longo do texto utilizaremos ambas as palavras, dado que tanto são referidas no CIRE como no CVM. Tentamos no entanto que a sua aplicação seja o mais precisa possível.

<sup>18</sup> A suspensão aplica-se quando a pessoa sobre quem incide o dever se compromete a pôr termo à situação no prazo de 120 dias.

<sup>19</sup> Aprovado nos termos do art. 1.º do DL n.º 262/86 de 2 de setembro.

<sup>20</sup> Posteriormente alterados pelo Decreto-Lei 229-B/88, de 4 de julho e completado pela Portaria n.º 422-A/88, de 4 de julho que continha o “Regulamento das Ofertas Públicas de Transação de Valores Mobiliários”.

<sup>21</sup> Foi em fevereiro de 1989 que se assistiu ao lançamento da primeira OPA sobre as ações da SA Betão Liz, lançada conjuntamente pela CIMPOR – Cimentos de Portugal, EP, pela SECIL – Companhia Geral de Cal e Cimento, SA e pela ASLAND, SA. Jorge Brito Pereira, *A OPA obrigatória*, 1998, p. 53.

<sup>22</sup> Isto mesmo era referido no preâmbulo do CSC. A este respeito v. JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA...*, p. 53.

<sup>23</sup> Para uma análise mais profunda do regime do CSC e do CdMVM v. JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA...cit.*, p. 60 e ss.

derrogação já existia, embora não fosse apelidada como tal nem tivesse um regime jurídico próprio.<sup>24</sup>

Com o aparecimento do Código do Mercado de Valores Mobiliários (CdMVM), aprovado pelo DL n.º 142-A/91, de 10 de abril, continuou sem existir uma regulação expressa, estabelecendo-se apenas traços gerais no art. 527.º, n.º 2, al. b). Só em 1995 com a revisão<sup>25</sup> do CdMVM se introduziu o regime das derrogações, através do aditado art. 528.º-A do CdMVM. O regime português começou a afastar-se do inglês e do francês ao estabelecer uma dualidade entre *dispensas*, (já antes reguladas no art. 529.º do CdMVM), as quais dependiam de uma ponderação prévia por parte da CMVM, e *derrogações*<sup>26</sup> que dependiam de mera verificação objetiva por parte da entidade de supervisão.

Seguiu-se o atual CVM<sup>27</sup> aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13 de novembro, que regula as derrogações no art. 189.º, afastando qualquer referência a dispensas e prevendo a derrogação nas seguintes situações:

- Lançamento de uma OPA total voluntária anterior (al. a));
- Execução de plano de saneamento financeiro (al. b));
- Fusão de cuja deliberação da Assembleia Geral conste expressamente que da operação resultaria uma OPA obrigatória (al. c)).

## ii. A Diretiva das OPAs<sup>28</sup>

A inclusão nos anos 60, da *Mandatory Bid Rule* no *City Code* em Inglaterra, gerou uma discussão a nível comunitário relativo à temática das OPAs para a qual, em conjunto com a futura criação de um mercado único, contribuiu a elaboração, em 1974,

---

<sup>24</sup> V. JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA... cit.*, p. 289.

<sup>25</sup> Levada a cabo pelo DL 261/95, de 3 de outubro.

<sup>26</sup> PAULO CÂMARA, “O Dever de Lançamento... cit.”, p. 249.

<sup>27</sup> Influenciado por força da transposição de dois textos comunitários (o DL n.º 219/2006, de 2 de novembro que transpôs a Diretiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril e o DL n.º 357-A/2007, de 31 de outubro que transpôs a chamada Diretiva da Transparência - Diretiva n.º 2004/109/CE do Parlamento e do Conselho, de 15 de dezembro).

<sup>28</sup> Para uma análise da história sobre a preparação da Diretiva veja-se MENEZES CORDEIRO, *Direito europeu das Sociedades*, 2005, p. 515 e HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória... cit.*, p. 218 e ss.

de um relatório sobre OPAs (*Report in takeovers and other bids*) e a preparação de um projeto de diretiva por parte de ROBERT PENNINGTON<sup>29</sup>.

No entanto, só depois de trinta conturbados anos<sup>30</sup> em torno do estudo desta matéria, acabou por surgir a Diretiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril (Diretiva). Esta é uma “Diretiva de Mínimos”<sup>31</sup> onde se estabelecem apenas os princípios genéricos<sup>32</sup>, que devem ganhar conteúdo no seio de cada Estado Membro. Ao longo de todo o texto é salientada a necessidade de proteção dos minoritários em caso de mudança de controlo, o que desde logo se comprova nos considerandos (2) e (9) da Diretiva, bem como no art. 5.º.

A Diretiva não estabelece o facto que constitui a obrigação de lançar uma OPA, referindo apenas no n.º 3 do art. 5.º, que cabe a cada Estado Membro definir as situações em que se presume o controlo, bem como a forma de cálculo dos direitos de voto para aferir se uma entidade, atuando por si ou em concertação, alcançou o controlo da sociedade. A referida flexibilidade é também mantida no que diz respeito ao preço equitativo, permitindo que as entidades de supervisão de cada Estado Membro possam alterar o preço da contrapartida de acordo com circunstâncias e critérios claramente determinados, apontando alguns exemplos não vinculativos.

A matéria relacionada com a derrogação das OPAs não é exceção à discricionariedade, também aqui permitindo que sejam os Estados Membros a determinar as situações em que o dever de lançamento de uma OPA pode ser derogado<sup>33</sup>. A Diretiva apenas impõe a exceção ao lançamento de uma OPA no caso em que o controlo tiver sido adquirido na sequência de uma OPA voluntária, que cumpra os requisitos impostos pelo regime da OPA obrigatória (art. 5.º, n.º 2 da

---

<sup>29</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória...cit.*, p. 218 e ss.

<sup>30</sup> A primeira Proposta de Diretiva surgiu em 1989 (JOCE N.º C-64, 8-14, de 14 de março de 1989), tendo sofrido relevantes alterações (JOCE N.º C-240, 7-30 de 26 de setembro de 1990, JOCE N.º C-162, 5-8, de 6 de julho de 1996 e JOCE N.º C-378, 10-19 de 13 de dezembro de 1997) até ser aprovada.

<sup>31</sup> LUIZ FERNANDÉZ DE LA GÁNDARA, “Cambios de control y obligación de OPA”, in *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, coord. FERNANDO RODRIGUÉZ ARTIGAS, 2006, p. 1363.

<sup>32</sup> Seis princípios que estão consagrados no art. 3.º da Diretiva das OPAs e que melhor podem ser estudados em MENEZES CORDEIRO, “OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização”, in *Revista de direito das sociedades*, n.º 4, 2011, p.939 e ss.

<sup>33</sup> “desde que conformes com o espírito e com os princípios estabelecidos pelo direito comunitário, *maxime*, no n.º1 do art. 3.º da Directiva.” JULIANO FERREIRA, “Excepções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição”, in *Direito das Sociedades em Revista*, 2011, p. 213.

Diretiva), o que se compreende pois os acionistas minoritários que se visa proteger, tiveram já a possibilidade de aceitar a proposta<sup>34</sup>.

No seu art. 4.º, n.º 5 a Diretiva prevê duas formas de afastar o dever de lançamento de uma OPA: por um lado através do estabelecimento de situações objetivas, que afastem o dever pela simples verificação dos seus pressupostos (derrogação) e por outro concedendo poderes à autoridade de supervisão para afastar o dever em casos concretos, desde que fundamente a sua decisão (dispensa).<sup>35</sup> Como já referimos, o nosso ordenamento jurídico optou por estabelecer apenas derrogações, afastando deste modo qualquer margem de discricionariedade da entidade supervisora.

O art. 20.º da Diretiva prevê a sua revisão após 20 de Maio de 2011, o que porém ainda não ocorreu até à presente data<sup>36</sup>.

### iii. Em Inglaterra

Foi do *City of Memorandum* de 1959, que surgiu o famoso *City Code on Takeovers and Mergers*<sup>37</sup> em 1969, que acabou por influenciar toda a legislação europeia sobre o tema através da Diretiva das OPAs. O modelo inglês baseia-se ainda nas *Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares* (SAR's<sup>38</sup>) e no *Takeover Panel*.<sup>39</sup>

No atual regime, em Inglaterra, a obrigação surge com carácter geral. Sempre que uma entidade adquira ações que lhe atribuam no mínimo 30% dos direitos de voto, será obrigada a lançar uma oferta a todos os acionistas da sociedade visada (*Rule 9*). O mesmo acontece quando uma entidade em conjunto com outra com quem atue em concertação detenha uma percentagem dos direitos de voto entre 30% e 50% e adquira, no prazo de doze meses, ações que lhe atribuam 1% dos direitos de voto.

<sup>34</sup> ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Valores Mobiliários, Acções*, Almedina, 2003, p. 59.

<sup>35</sup> JULIANO FERREIRA, “Excepções ao dever... cit., p. 213.

<sup>36</sup> Para uma análise sobre a desnecessidade de revisão da Diretiva, v. MCCAHERY / VERMEULEN, “The Case Against Reform of the Takeover Bids Directive”, in *European Business Law Review*, 2011, p. 541 e ss; sobre a necessidade de uma revisão da Diretiva v. LUCA ENRIQUES, *European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach*, 2010, p. 625 e ss.

<sup>37</sup> Este código não tem força de lei, mas sim uma natureza auto-reguladora voluntária, tendo sido criado pelo *Panel on Takeovers and Mergers*, cujas atribuições não estão definidas por lei. V. JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA...cit.*, p. 74 e ss.

<sup>38</sup> Estas normas, adotadas em 1980, embora num segundo plano também têm relevância no ordenamento jurídico britânico, na medida em que pretendem evitar situações em que há um rápido aumento de participação numa sociedade (entre 15% e 29,9%).

<sup>39</sup> JORGE RIBEIRO MENDONÇA, “A tomada de sociedade... cit., p.65.

As exceções a esta regra são tratadas na *Notes on Dispensations from Rule 9*, que prevê um conjunto de situações<sup>40</sup> em que se *dispensa* o lançamento de uma OPA. Entre elas quando a ultrapassagem do limite relevante resulte da subscrição de novas ações emitidas no âmbito de execução de medidas tomadas para salvar a sociedade de uma situação de insolvência. No entanto, essa situação só se verifica quando a deliberação social que aprovou a emissão tenha sido tomada de forma independente pelos acionistas, mesmo que tal apenas tenha ocorrido depois da emissão.

#### iv. Na Alemanha

Desde 2002 que o direito alemão sobre a matéria em estudo é regulado pelo *Wertpapiererwerbs – und Übernahmegesetz – WpÜG*, onde se estabelece o dever de lançamento de uma OPA sempre que se ultrapasse o limite de 30% dos direitos de voto, direta ou indiretamente. À semelhança do que ocorria no CdMVM, são atribuídos à entidade de supervisão (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin*), poderes para controlar a aplicação do dever e permitir que este seja dispensado, analisando os casos concretos e em especial as consequências da alteração do controlo para os acionistas majoritários e minoritários.<sup>41</sup>

A dispensa mais importante na Alemanha é precisamente a que se aplica aos casos de reestruturação económica. Quando a sociedade visada carece de reestruturação e o adquirente apresenta um plano de recuperação, contribuindo com montantes substanciais, a *BaFin* pode conceder a dispensa de lançamento de uma OPA. A necessidade de reestruturação verifica-se quando há riscos sérios para a sociedade, embora não seja necessário a imediata aplicação do processo de insolvência<sup>42</sup>. A *BaFin* não exige que os adquirentes façam prova da sucessibilidade do plano de recuperação, nem que sejam apresentados planos alternativos, apenas exige que se prove que o plano é adequado ao caso concreto. Para evitar a incerteza e a insegurança, o adquirente pode apresentar a situação à autoridade, antes de alcançar o controlo.

---

<sup>40</sup> JULIANO FERREIRA, "Exceções ao dever... cit., p. 214.

<sup>41</sup> JULIA CLOIDT-Stotz, *Takeover bids in Europe - The Takeover Directive and its implementation in the Member State*, 2008, p. 277.

<sup>42</sup> BINDER, ULRIKE e PRUB, SÖREN, *Public Takeovers in Germany How to acquire a publicly listed company in Germany*, 2014, (disponível em <http://www.mayerbrown.com>)

**v. Em Espanha**

No direito espanhol<sup>43</sup> a OPA torna-se obrigatória sempre que uma pessoa singular ou coletiva, por si só ou em concertação<sup>44</sup> com outras, atinja direta ou indiretamente uma percentagem igual ou superior a 30% dos direitos de voto da sociedade visada, ou quando, embora a participação seja inferior, nos dois anos anteriores à aquisição o adquirente tenha nomeado mais de metade dos membros do órgão de administração da sociedade.<sup>45</sup> Esta matéria é regulada pela *Ley 6/2007 (Ley de OPAs)*, de 12 de abril e pelo *Real-Decreto 1066/2007* de 27 de julho.

Também em Espanha, é feita a distinção entre derrogações e dispensas. No art. 8.º do *Real Decreto* encontramos a figura das *excepciones* que em regra são de aplicação automática, enquanto as dispensas implicam uma análise prévia por parte da *Comisión Nacional del Mercado de Valores*.

Nesta jurisdição destacamos o afastamento da obrigação de lançamento de uma OPA na sequência das operações de conversão ou capitalização de créditos em ações de sociedades cuja viabilidade financeira está em perigo grave e iminente. Tal não implica o início de um processo de insolvência, mas apenas que a operação tenha em vista a recuperação financeira da sociedade. Para afastar a obrigação, neste caso é necessário a intervenção da autoridade supervisora. No entanto, de acordo com o recente *Real Decreto 4/2004* quem adquire o controlo não tem que pedir a derrogação da OPA desde que tenha um parecer favorável de um perito independente.

**vi. Em França**

O *Réglement Général de L'Autorité des Marchés Financiers*<sup>46/47</sup> estabelece o regime das OPAS, impondo o dever de lançamento quando seja ultrapassado um terço dos

---

<sup>43</sup> LUÍS JAVIER CORTÉS, “El Mercado de Valores (II): Operaciones Y Contratos”, Lección 32, in *Lecciones de Derecho Mercantil*, 2006, p. 746 e ss; GUILLERMO GUERRA MARTÍN, “La Transposición al Derecho Español de la Directiva sobre OPAs (El Proyecto de Ley, de 13 de octubre de 2006, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores)”, in *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, 2007, p. 745 e ss; MUÑOZ PÉREZ/ANA FELICITAS, *El concepto amplio de concierto como presupuesto de la OPA imperativa en Derecho español*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2008, p. 45 e ss; PAREDES GALEGO, “Reflexiones sobre la anunciada nueva normativa de OPAs”, in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 2006, p. 143 e ss.

<sup>44</sup> Sobre o conceito de concertação no Direito Espanhol, v. MUÑOZ PÉREZ/ANA FELICITAS, *El concepto amplio...cit.*, 2008, p. 64 e ss.

<sup>45</sup> V. JOSÉ MARIA MUÑOZ PAREDES, *Takeover bids in Europe... cit.*, p. 522 e ss.

<sup>46</sup> Doravante *Reglement*.

direitos de voto, ou quando o titular de uma participação entre um terço e metade dos direitos de voto, aumentar a sua participação em pelo menos 2% no prazo de doze meses<sup>48</sup>.

O regime francês prevê o afastamento do dever quando o alcance do limite resulte de um aumento de capital que vise resolver as dificuldades económicas do emitente e que tenha sido deliberado pela assembleia geral,<sup>49</sup> desde que requerida pelo interessado e autorizada pela *Autorité des Marchés Financiers*. Embora a autoridade de supervisão tenha poderes para analisar os casos, ela estará sempre vinculada às derrogações previstas no art. 234.º, n.º 8 e 9, competindo-lhe apenas verificar se os respetivos pressupostos estão cumpridos.

#### vii. Em Itália

É o *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*<sup>50</sup> (*Testo unico*) e subsequentes alterações, que regulam o dever de lançamento de uma OPA em Itália. A obrigação é imposta quando uma pessoa, por si ou em concertação, detém uma participação que ultrapassa os 30% dos direitos de voto da sociedade visada, ou quando alguém detém uma participação entre 30% e 50% e aumenta a sua participação em mais de 5% em menos de doze meses.

O *Testo unico* estabelece uma série de situações em que não é necessário lançar uma OPA quando seja ultrapassado algum dos limites atrás referidos. É o que acontece nas situações em que o controlo é alcançado através de uma operação que tem em vista apoiar sociedades que estejam sujeitas a medidas de reorganização ou processos de insolvência.<sup>51</sup> A 5 de abril de 2011, a *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (CONSOB) publicou novas regras relacionadas com esta matéria, estabelecendo que não há obrigação de lançar uma OPA quando: (i) o limite seja atingido num contexto de

---

<sup>47</sup> No que respeita ao regime das OPAs obrigatórias o *Règlement* foi alterado posteriormente a 31 de janeiro de 2011, publicado a 1 de fevereiro de 2011 e a 27 de setembro de 2012, publicado a 30 de Setembro de 2012.

<sup>48</sup> Cfr. Art. 234.º n.ºs 2 e 5 do *Reglement*.

<sup>49</sup> DIRK VAN GERVEN, *Common Legal framework for Takeover Bids in Europe, Volume 2*, 2010, p. 110 e ss.

<sup>50</sup> *Decret legislativo 24 febbraio 1998, n.º 58*.

<sup>51</sup> Para uma descrição completa, v. DIRK VAN GERVEN, *Common Legal...cit.*, p. 132 e ss. e LUCIA PICARDI, *Takeover Bids in Europe...cit.*, p. 3963 e CRISTAUDI, ANDREA, *Italy Takeover Guide*, 2013, disponível em <http://webcache.googleusercontent.com>, p. 1-4.

## O Saneamento Financeiro como forma de Derrogação da Oferta Pública de Aquisição Obrigatória

recapitalização ou de reforço patrimonial de uma sociedade<sup>52</sup>; (ii) seja consequência da subscrição de um aumento de capital no âmbito de um plano de recuperação<sup>53</sup>; e (iii) quando o limite seja alcançado através de uma operação de recuperação financeira que tenha sido aprovada pela maioria dos acionistas minoritários (“whitewash”).

---

<sup>52</sup> Tem que ser comprovado pela admissão da sociedade a um processo de insolvência (*fallimento* ou *concordato preventivo*) ou pela homologação do tribunal de um acordo de reestruturação da dívida.

<sup>53</sup> Para que não exista obrigação o aumento de capital tem que ser adequado à recuperação da sociedade, o plano de recuperação tem que ter sido apresentado ao mercado, as dificuldades financeiras têm que ser atestadas, a razoabilidade do plano tem que ser comprovado por um perito e nenhuma compra de ações ou acordo nesse sentido pode ter sido realizada nos doze meses anteriores.

### III. O Saneamento Financeiro e a Recuperação das Sociedades<sup>54</sup>

#### a) Enquadramento histórico do regime da insolvência e da recuperação de empresas

Até aos nossos dias, o direito falimentar português tem evoluído no sentido de permitir a reabilitação financeira das sociedades consideradas economicamente viáveis e a cessação das que são consideradas irrecuperáveis.

Em 1756, o regime da falência em Portugal foi inicialmente regulado, passando entretanto por várias alterações e códigos.<sup>55</sup> Até à entrada em vigor do DL n.º 177/86, o processo de insolvência consistia exclusivamente na liquidação do património falido<sup>56</sup>, sofrendo aqui uma viragem com a introdução da ideia de conjugação dos interesses em causa, preocupação com a recuperação da empresa e proteção dos credores.

Foi então que partindo de inspirações francesa<sup>57</sup> e inglesa<sup>58</sup>, se abriu o caminho para o Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência (CPEREF), aprovado pelo DL n.º 132/93, de 23 de abril, que privilegiava a recuperação da empresa<sup>59</sup>. Devido aos exageros praticados, o objetivo visado pelo CPEREF não teve os efeitos desejáveis, pois a maioria das empresas não eram economicamente viáveis e apenas subsistiam à custa dos credores.

---

<sup>54</sup> Neste capítulo qualquer artigo sem outra indicação pertence ao CIRE.

<sup>55</sup> Sobre a evolução primária do regime falimentar v. PEDRO PIDWELL, *O Processo de Insolvência e a Recuperação da Sociedade Comercial de Responsabilidade Limitada*, 2011, p. 48 e ss.

<sup>56</sup> ABÍLIO MORGADO, “Processos Especiais de Recuperação da empresa e de falência – Uma apreciação do novo regime” in *Ciência e Técnica Fiscal*, 1997, 370, p. 64.

<sup>57</sup> O regime da insolvência francês favorece a recuperação das empresas. Esta ideia foi introduzida pela *Loi 84/148 du 1 mars 1984* e pela *Loi 85/98, du janvier 1985*, a primeira estabelecendo medidas preventivas de uma situação de crise e instituindo um processo extrajudicial de conciliação com os credores (*réglement amiable*) e a segunda instituiu um novo processo de recuperação e liquidação judicial em que o devedor era bastante protegido. Esta excessiva proteção conduziu à necessidade de simplificação e reequilíbrio do regime em benefício dos credores através da reforma introduzida pela *Loi 94/475, du juin 1994*. Por fim, a *Loi 2005-845, du 26 juillet 2005*, veio introduzir esta matéria no código comercial francês, mantendo a sua tendência de proteção e recuperação das empresas. O regime francês admite o recurso preventivo a um órgão público para prevenção de dificuldades, o recurso a processos de conciliação de credores e devedores e um processo de salvaguarda do devedor que embora ainda não tenha cessado os pagamentos se encontre em dificuldades económicas. Para maiores desenvolvimentos v. MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, 2013, p. 39-41.

<sup>58</sup> O regime da insolvência inglês sofreu uma reforma através do *Insolvency Act* de 1986 ao ser facilitada a recuperação da empresa em detrimento da sua liquidação. Aqui era judicialmente nomeado um administrador judicial que procurava viabilizar a empresa, aprovar um acordo voluntário, estabelecer um plano de recuperação com os credores ou alienar os bens de forma mais vantajosa que na liquidação.

<sup>59</sup> Tal como era categoricamente apresentado no seu preâmbulo.

Assim surgiu o atual Código da Insolvência e da Recuperação de Empresa (CIRE), que regressou ao passado e valorizou o processo de liquidação das empresas, trocando a inspiração francesa pela alemã<sup>60</sup>. A crise económico-financeira vivida desde 2008, levou novamente a um excesso que conduziu ao desaparecimento de um número substancial de empresas, muitas delas economicamente viáveis. As empresas viram os seus passivos aumentar, os ativos diminuir, dificuldades em cobrar as dívidas e consequentemente em cumprir pontualmente as suas obrigações. Em consequência, a entrada de pedidos de insolvência nos tribunais de 1.ª instância verificou um substancial aumento. Estes processos são demorados<sup>61</sup>, o que traduz uma considerável destruição de riqueza<sup>62</sup>, além de terem uma taxa de sucesso reduzida (apenas 8,6%<sup>63</sup> dos créditos foram recuperados no último trimestre de 2013).

De modo a responder a esta problemática e na sequência do compromisso assumido no Memorando de Entendimento, celebrado com a “Troika”<sup>64</sup> em 2012, a Lei n.º 16/2012, de 20 de abril vem simplificar as formalidades e procedimentos, instituindo o Processo Especial de Revitalização (PER)<sup>65</sup>, ao mesmo tempo que o DL n.º 178/2012, de 3 de agosto cria o Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial (SIREVE<sup>66</sup>).

---

<sup>60</sup> É regulado pela *Insolvenzordnung* ou *InsO*<sup>60</sup> que entrou em vigor em 1999 onde existe uma forma única de processo (o *Insolvenzplan*), independentemente do fim que se pretende alcançar, o que exige uma maior flexibilidade do processo. O regime privilegia os interesses dos particulares, estabelecendo como fim principal a satisfação dos credores. Em 2007 e subsequentemente em 2011 a Alemanha adotou novas medidas, tendo em vista a simplificação do processo falimentar, reforçando os poderes administrativos e incluindo normas que previnam a falta de pagamentos. Foi assim que recentemente foi aprovada a *Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen* – ESUG relativa ao aprofundamento da facilitação do saneamento das empresas.

<sup>61</sup> Segundo a Direção-Geral da Política de Justiça a duração média de um processo em 2013 era de cerca de 2 anos. Cfr. Boletim n.º 15 da Direção-Geral da Política de Justiça, disponível em: <http://www.dgpj.mj.pt>.

<sup>62</sup> V. MENEZES CARDOSO, “Perspectivas evolutivas do Direito da Insolvência”, in *I Congresso do direito da insolvência*, 2013, p. 568.

<sup>63</sup> Cfr. Boletim n.º 15 da Direção-Geral da Política de Justiça, disponível em: <http://www.dgpj.mj.pt>.

<sup>64</sup> Banco Comercial Europeu, Comissão Europeia e Fundo Monetário Internacional.

<sup>65</sup> Encontramos na lei italiana um regime semelhante (*concordato preventivo*) que se aplica antes do devedor se declarar insolvente, apenas este tendo legitimidade para dar início ao processo. Acerca desta figura v. NICOLA DE LUCA, “Prevenire e` meglio che curare. (proposte per «curare» il concordato preventivo Che non «previene»”, in *Il Diritto Fallimentare e delle società commerciali*, n.º 1, Gennaio-Febbraio 2010, p. 70-102. Em paralelo a *Legge Fallimentare* publicada pelo *Regio Decreto* 16 Marzo de 1945, n.º 267, com a última alteração pelo *Decreto Legge* 31 Maggio 2010, n.º 78 prevê o *concordato fallimentare* semelhante ao nosso plano de insolvência. A grande diferença em relação ao regime português é que o *concordato preventivo* e o *fallimentare* se podem apresentar em simultâneo.

<sup>66</sup> Este processo encontra algumas semelhanças no *London Approach* desenvolvido pelo Banco de Inglaterra na década de setenta e que consiste num conjunto de princípios não vinculativos que orientam a reestruturação extrajudicial das dívidas das empresas em dificuldades com vista à sua possível

Estes novos processos são marcados pela autonomia dos credores<sup>67</sup>, a quem é concedida uma ampla margem de manobra para delinearem os planos de recuperação, que afinal apenas têm que ser aprovados ou homologados pelo juiz, consoante o procedimento em causa.

Perante o exposto poderemos distinguir quatro fases na evolução do regime da insolvência em Portugal. Uma primeira, caracterizada pelo sistema *falência-liquidação*, que defendia a liquidação do património do devedor com vista à satisfação dos credores e que durou desde os primórdios até ao DL n.º 177/86<sup>68</sup>. Uma segunda fase marcada pela *falência-saneamento*, que durou até ao CIRE de 2004 e que se baseava na recuperação das empresas em situação económica viável, dando-lhe primazia em relação à insolvência. Os exageros praticados conduziram a uma terceira fase, com o CIRE de 2004, marcada pelo retorno à *falência-liquidação*. Por fim, embora ainda em desenvolvimento, assistimos hoje, a uma quarta fase que regressa ao sistema de *falência-saneamento*, com a introdução de meios de revitalização de empresas.

## **b) Processos de recuperação de empresas**

### **i. Considerações Gerais**

Com o estabelecimento de processos de recuperação procura-se revitalizar as empresas com possibilidades de crescimento, evitando-se o seu desaparecimento e diminuindo as consequências que essa situação acarreta para a sociedade. O objetivo é “ (...) manter na economia apenas aquelas empresas e agentes que cumpram os seus deveres, incluindo fiscais e de contribuição obrigatória, removendo todos os demais que

---

recuperação. Também se aproxima dos *schemes of arrangement* regulados na *Part 26 do Companies Act 2006* e que permitem tornar vinculativo o acordo entre o devedor e os seus credores, sem intervenção judicial, ainda que haja oposição de alguns.

<sup>67</sup> Afastamo-nos do regime espanhol, regulado pela *Ley Concursal* (*Ley 22/2003*, de 9 julho, alterada recentemente pela *Ley 38/2011*, de 10 de outubro) em que o legislador obriga a inclusão de um conteúdo essencial no plano de insolvência, ao mesmo tempo que proíbe a integração de determinados conteúdos, além de que o plano de *refinanciación* e o plano de insolvência não prejudicam o processo de insolvência que corre em paralelo. Sobre o tema v. JAVIER ARIAS VARONA, “Instituciones preconsulares. Responsabilidad de administradores sociales y concurso. ¿Dónde está y hacia donde se dirige el derecho español?”, in *Rev. e-mercatoria*, 2011, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), p. 203-235.

<sup>68</sup> Embora para MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência...cit*, p. 45, tal apenas tenha durado até ao Código de Processo Civil de 1961.

entorpecem o desenvolvimento económico e social (...)”<sup>69</sup> e que não contribuem para a criação de valor económico de um país.

Segundo Catarina Serra <sup>70</sup> podemos distinguir dois tipos de instrumentos de recuperação de empresas: “os de primeira e de segunda geração”. Os primeiros são os que permitem ao devedor e a todos os credores individualmente renegociar voluntariamente as dívidas. Aqui incluem-se os *out-of-court procedures*<sup>71</sup>, estes últimos equivalentes ao português SIREVE, consistindo na resolução da situação por via extrajudicial. Os de segunda geração, a que a autora chama de “processos híbridos”, têm uma fase negocial e uma fase judicial. Aqui o acordo apenas exige a maioria e não a unanimidade dos credores e a sua homologação compete a uma entidade autónoma, tal com acontece nos *pre-packaged insolvency plans* e nos *fast track court approval procedures* e em Portugal no PER.

Estes novos processos de recuperação de empresas, ao terem na sua base a autonomia dos credores, implicam uma atuação de acordo com os Princípios orientadores da recuperação extrajudicial de devedores, aprovados pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 43/2011, de 25 de outubro<sup>72</sup>, que impõem a adoção de comportamentos de acordo com a boa-fé, observando deveres de segurança, lealdade e de informação, que visam assegurar a tutela da confiança e a primazia da materialidade subjacente<sup>73</sup>.

## ii. Plano de insolvência e Plano de Recuperação

O plano de insolvência foi inspirado no *Insolvenzplan* alemão<sup>74</sup>, regulado nos parágrafos §§ 217 a 279 da *Insolvenzordnung* de 1994, e no *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* de 1978<sup>75</sup>, sendo até à revisão de 2012 a única forma de recuperação de empresas

---

<sup>69</sup> Conselho Superior da Magistratura, no parecer de 16 de fevereiro de 2012, sobre a Proposta de Lei n.º 39/XII, de 30 de dezembro, no ponto 2.1.

<sup>70</sup> CATARINA SERRA, *O regime Português da Insolvência*, 2012, p. 173-175.

<sup>71</sup> No regime inglês o *Enterprise Act* de 2002 introduziu o *out of court administration*, o qual tem semelhanças a estes novos processos já que inclui a possibilidade de decretar a administração da empresa insolvente sem recurso aos tribunais.

<sup>72</sup> CATARINA SERRA, *O regime...cit.*, p. 190.

<sup>73</sup> Para maiores desenvolvimentos v. MENEZES CORDEIRO, “O princípio da Boa-fé e o dever de negociação em contextos de “situação económica difícil”, in *II Congresso de Direito da Insolvência*, coord. Catarina Serra, 2014, p. 11-68.

<sup>74</sup> CATARINA SERRA, *O regime...cit.*, p. 145

<sup>75</sup> Sobre o Plano de insolvência cfr. EDUARDO SANTOS JÚNIOR, “O plano de insolvência: algumas notas”, in: AA.VV., *Estudos em memória do Professor Doutor José Dias Marques*, 2007, p. 121-141.

prevista no CIRE. Como resulta do art. 192.º, n.º1, o plano de insolvência disciplina de modo especial o pagamento dos créditos sobre insolvência, liquidação da massa insolvente e a sua repartição pelos titulares desses créditos e pelo devedor<sup>76</sup>, podendo também estabelecer o plano de recuperação<sup>77</sup>. Daqui resulta que o plano de insolvência e o plano de recuperação são realidades distintas, cabendo aos credores decidir qual o plano mais adequado para cada caso<sup>78</sup>. O legislador concede-lhes uma margem de liberdade para a criação de um plano que vise o reembolso dos seus créditos, permitindo-lhes “derrogar”<sup>79</sup> as normas do CIRE para construírem o plano<sup>80</sup>.

Com as recentes alterações, o plano de insolvência passou a ser primordial, já que de acordo com o art. 1.º só quando este *não se afigure possível* se deve recorrer à liquidação do património. Pese embora a primazia que se pretendeu conceder, a verdade é que nada impõe a sua obrigatoriedade<sup>81</sup>, podendo os credores continuar a optar pelo tradicional processo de insolvência.

### iii. Processo Especial de Revitalização

A Lei 16/2012 veio introduzir um “processo híbrido” permitindo ao devedor que, “ (...) comprovadamente, se encontre em situação económica difícil ou em situação de insolvência meramente iminente, mas que ainda seja suscetível de recuperação, estabelecer negociações com os respetivos credores (...)” (art. 17.º- A) para alcançar um acordo que permita a sua revitalização. Como consta da exposição de motivos da Proposta de Lei n.º 39/XII, de 30 de dezembro de 2011, o PER aplica-se aos casos em que os devedores “ (...) ainda não tenham entrado em situação de insolvência actual.”<sup>82</sup>.

<sup>76</sup> MARIA DO ROSÁRIO EPIFÂNIO, *Manual de Direito da Insolvência*, 2013, p. 284.

<sup>77</sup> EDUARDO SANTOS JÚNIOR, “O plano de insolvência... cit., p. 24.

<sup>78</sup> Tal como no sistema alemão, o sistema português atual apenas prevê uma só forma de processo de insolvência, no entanto as alterações introduzidas em 2012 no art. 192.º, n.º 3 permitem que se opte pelo plano de recuperação da empresa sem que haja liquidação.

<sup>79</sup> Em relação ao sentido da “derrogação” v. LUÍS A. CARVALHO FERNANDES e JOÃO LABAREDA, *Código da Insolvência e da recuperação de empresas anotado*, 2013, p. 743 e ss.

<sup>80</sup> Art. 195.º, n.º 2, al. e).

<sup>81</sup> MADALENA PERESTRELO de OLIVEIRA, *Limites da Autonomia dos Credores na Recuperação da Empresa Insolvente*, 2013, p. 25 e ss., que acaba por defender que “uma obrigação de apresentar um plano apenas existe quando se encontre expressamente prevista”. A A. defende que embora o novo regime parece ir no sentido de que apenas se não for possível aprovar um plano, o processo seguirá a via da liquidação, ou nos casos de situação económica difícil ou de insolvência meramente iminente o PER, tal ideia “afigura-se indefensável (...) porque essa obrigação, a recair sobre todos os sujeitos com legitimidade ativa para o efeito, resultaria, com a sua discussão e votação, num prolongamento do processo”, p. 29.

<sup>82</sup> Proposta de Lei n.º 39/XII, de 30 de dezembro de 2011, p. 2.

O PER cria um “escudo protetor”<sup>83</sup> ao suspender todos os processos executivos e ao impedir a instauração de novos processos, conferindo ao devedor o espaço e o tempo necessários para tentar recuperar a estabilidade económica. O PER é ainda um processo autónomo e anterior ao processo de insolvência, evitando os “custos da transação”<sup>84</sup> que daí surgem e que levam os devedores a prolongarem a sua situação de dificuldade económica, acabando num estado de total irrecuperabilidade<sup>85</sup>.

O processo inicia-se<sup>86</sup> com a assinatura de uma declaração escrita pelo devedor e um (basta um) credor (art. 17.º - C, n.º 1)<sup>87</sup> que será enviada ao tribunal que designará um administrador de insolvência provisório<sup>88</sup> (art. 17.º-C, n.º3, al. a). Cabe depois ao devedor comunicar aos credores que não tenham assinando a declaração o início do processo de revitalização, convidando-os a participar nas negociações (art. 17.º - D, n.º 1), que devem terminar com um plano de recuperação. Este plano é aprovado se reunir a maioria de votos prevista no n.º 1 do art. 212.º, ou seja, quando estando presentes credores cujos créditos constituam no mínimo um terço do total dos direitos de voto, o plano seja aprovado por pelo menos dois terços dos votos emitidos e mais de metade dos votos emitidos correspondentes a créditos não subordinados, não se contando como tal as abstenções. Terá mais tarde que ser homologado pelo juiz para produzir efeitos<sup>89</sup>.

#### **iv. Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial<sup>90</sup>**

Em 1998, o ordenamento jurídico português experimentou o Procedimento Extrajudicial de Conciliação (PEC), que embora sofrendo alterações com o DL n.º 201/2004, de 18 de agosto, vigorou até 2012, data em que foi revogado pelo DL n.º

---

<sup>83</sup> MADALENA PERESTRELO de OLIVEIRA, “O Processo Especial de Revitalização: o novo CIRE” in: *Revista do Direito das Sociedades*, 2012, p. 707-726.

<sup>84</sup> MENEZES CORDEIRO, “O princípio da Boa-fé e o dever...”cit. p. 24 e ss. Referimo-nos não só aos custos financeiros e económicos que o processo de insolvência envolve, mas também aos custos de imagem, bom nome, honra, credibilidade e reputação.

<sup>85</sup> PEDRO PIDWELL, *O Processo de Insolvência e a... cit.*, p. 22.

<sup>86</sup> Em relação à tramitação v. MARIA DO ROSÁRIO EPIFÂNIO, *Manual de Direito da...cit.*, p. 2; NUNO SALAZAR CASANOVA e DAVID SEQUEIRA DINIS, *O processo especial de insolvência*, 2014, p. 25-88; CATARINA SERRA, *O regime...cit.*, p. 178-191; MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência...cit.*, p. 284.

<sup>87</sup> Embora também possa ter início com a apresentação pelo devedor de um acordo extrajudicial de recuperação (art. 17.º-I, n.º 1).

<sup>88</sup> Para uma análise mais profunda do administrador judicial provisório v. CATARINA SERRA, *O regime...cit.*, p. 182 e ss.

<sup>89</sup> MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência...cit.*, p. 283-288.

<sup>90</sup> Para maiores desenvolvimentos sobre o tema v. JOÃO LABAREDA, “Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial”, in *I Congresso de direito da Insolvência*, coord. CATARINA SERRA, 2014, p. 63-84.

178/2012, de 3 de agosto que instituiu o SIREVE, também referido no art. 16.º do CIRE.

Este é um processo que apenas tem como âmbito subjetivo empresas<sup>91</sup> e que se destina à revitalização das que se encontrem numa situação financeira difícil ou numa insolvência iminente ou atual<sup>92</sup>, sendo mediado pelo Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação - IAPMEI e não pelo tribunal.

Apenas a empresa devedora tem legitimidade para iniciar o processo, devendo enviar um requerimento ao IAPMEI<sup>93</sup>, que depois de o analisar o aceita ou recusa, consoante considere preenchidos os requisitos. Depois de aceite os credores da empresa, que no mínimo têm que representar 50% das dívidas totais, celebram um acordo extrajudicial visando a recuperação e viabilização da empresa.

Este é também um “escudo protetor”, já que enquanto o processo vigorar fica vedada a possibilidade de instaurar novas ações executivas ou processos de insolvência contra o devedor, suspendendo-se as que se encontram pendentes e extinguindo-se as já existentes, no caso de o plano se concretizar.

### **c) A insolvência iminente, a insolvência atual e a situação económica difícil**

Os modelos de recuperação de empresas estabelecidos pela Lei 16/2012, têm como pressupostos a situação económica difícil, a insolvência iminente<sup>94</sup> e a insolvência atual<sup>95</sup>. Acontece que a distinção entre as figuras não é simples. São compostas por conceitos indeterminados e uma interpretação incorreta dos mesmos pode conduzir à morte dos mecanismos de recuperação de empresas.

---

<sup>91</sup> Para efeitos deste diploma, empresa é “toda a organização de capital e trabalho destinada ao exercício de qualquer actividade económica” (art. 5.º, *ex vi* do art. 2.º, n.º 2 do diploma que aprova o SIREVE).

<sup>92</sup> Art. 2.º, n.º 1 do DL n.º 178/2012.

<sup>93</sup> A simples apresentação de um requerimento suspende o prazo para a apresentação à insolvência, mas para evitar abusos a suspensão cessa decorridos cinco dias da emissão do despacho de recusa ou de extinção.

<sup>94</sup> Art. 17.º -A.

<sup>95</sup> Art. 2.º, n.º 1 do DL n.º 178/2012.

No art. 3.º o legislador começa por definir **insolvência**<sup>96</sup> como a situação do “ (...) devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas (...)”<sup>97</sup>, especificando que quando esteja em causa uma pessoa coletiva verifica-se a insolvência, quando o seu passivo for manifestamente<sup>98</sup> superior ao ativo. Já no n.º 4 do mesmo artigo o legislador equipara a situação de insolvência atual à insolvência iminente, mas apenas se for o devedor a apresentar-se à insolvência.

A lei alemã<sup>99</sup> define **iminência**<sup>100</sup> como a probabilidade de o devedor não cumprir as suas obrigações atuais, no momento em que vençam. A nossa jurisprudência parece ir no mesmo sentido ao defender que “ (...) a iminência da insolvência caracteriza-se pela ocorrência de circunstâncias que, não tendo ainda conduzido ao incumprimento em condições de poder considera-se a situação de insolvência já actual, com toda a probabilidade a vão determinar a curto prazo, exactamente pela insuficiência do activo líquido e disponível para satisfazer o passivo exigível”<sup>101</sup>. Para se concluir pela probabilidade de incumprimento temos que recorrer a um juízo de prognose sobre a incapacidade de pagamento futura do devedor, o que deve ser feito num plano financeiro de liquidez que evidencie quer os meios líquidos existentes, quer as entradas e saídas previstas<sup>102</sup>.

Resulta que na insolvência atual, o devedor está impossibilitado de cumprir a generalidade das obrigações vencidas, afastando-se as situações de mera probabilidade ou plausibilidade<sup>103</sup>, enquanto na insolvência iminente apenas se prevê que esse estado de impossibilidade aconteça num futuro próximo<sup>104</sup>. Esta impossibilidade será objetiva,

---

<sup>96</sup> Sobre este tema v. MANUEL REQUICHA FERREIRA, “Estado de Insolvência”, in *Estudos Direito da insolvência*, coord. RUI PINTO, 2011, p. 131 –386.

<sup>97</sup> O art. 780.º do CC define obrigações vencidas. São obrigações decorrentes de um vínculo jurídico pelo qual uma empresa fica obrigada à realização de uma obrigação cujo prazo de cumprimento já se esgotou ou venceu, não havendo qualquer referência à exigibilidade da mesma.

<sup>98</sup> Seguindo LUÍS A. CARVALHO FERNANDES e JOÃO LABAREDA, *Código da Insolvência...* cit., p. 86 entendemos que manifestamente deve ser entendido como sendo insustentável, de acordo com normalidade da vida, o pontual cumprimento das obrigações do devedor no futuro.

<sup>99</sup> § 18,2 InsO.

<sup>100</sup> A par do que faz a *Legge Fallimentare*, para aplicação do concordato preventivo, que no entanto, é anterior à declaração de insolvência. No entanto, concluindo que a integração do novo pressuposto subjetivo “lo stato di crisi” também não contribuiu para a antecipação da apresentação ao processo para intervenção em Itália, v. NICOLA DE LUCA, “Prevenire e` meglio che... cit., p. 77.

<sup>101</sup> Ac. Rel. Lx, de 25-06-2009, (Carla Mendes), disponível em: <http://www.dgsi.pt>.

<sup>102</sup> V.MARIA DO ROSÁRIO EPIFÂNIO, *Manual de Direito da...* cit., p. 26.

<sup>103</sup> Cfr. LUÍS M. MARTINS, *Processo de insolvência*, 2014, p. 69.

<sup>104</sup> NUNO SALAZAR CASANOVA e DAVID SEQUEIRA DINIS, *O processo especial de...* cit., p. 22.

não correspondendo a um comportamento omissivo de não pagamento ou cumprimento<sup>105</sup>.

Por outro lado a **situação económica difícil** vem definida no art. 17.º-B como “ (...) a dificuldade séria para cumprir pontualmente as suas obrigações, designadamente por ter falta de liquidez ou por não conseguir obter crédito”. O problema é determinar uma dificuldade séria. Certo é que a situação económica difícil constitui um estágio necessariamente anterior ao da insolvência atual<sup>106</sup> e iminente e que as situações elencadas no artigo como causa de dificuldade de cumprimento são meramente exemplificativas<sup>107</sup>. No fundo é a situação em que “ (...) o devedor, tendo embora um activo suficiente para fazer face às suas obrigações, não as pode cumprir sem para isso praticar actos – designadamente negócios desfavoráveis em condições normais de mercado – que ponham em causa a sua viabilidade económica”<sup>108</sup>.

Se conjugarmos o que foi referido em relação a cada uma das figuras, concluímos que o devedor que se encontra numa situação económica difícil poderá ainda conseguir cumprir as suas obrigações, mesmo que com sérias dificuldades, resultantes da falta de liquidez, o que pode decorrer de uma má gestão de *working capital*, do atraso na cobrança de dívidas, que dificulta o pagamento das próprias dívidas da empresa, ou da detenção de património com valor elevado, que apenas o possibilita de pagar em espécie.

A diferença entre as figuras é marcada pela *dificuldade séria* e a *impossibilidade*, situando-se entre elas o campo de negociação pré-insolvencial, dentro do qual ainda há lugar para uma *insolvência iminente*, mas já não para uma *insolvência atual*, cujo campo de aplicação já será no processo de insolvência.<sup>109</sup>

---

<sup>105</sup> Cfr. LUÍS M. MARTINS, *Processo de insolvência...*cit., p. 69.

<sup>106</sup> NUNO SALAZAR CASANOVA e DAVID SEQUEIRA DINIS, *O processo especial de...*cit., p. 22.

<sup>107</sup> Cfr. LUÍS M. MARTINS, *Processo de insolvência...*cit., p. 102.

<sup>108</sup> NUNO SALAZAR CASANOVA e DAVID SEQUEIRA DINIS, *O processo especial de...*cit.,p. 24

<sup>109</sup> V. NUNO MANUEL PINTO OLIVEIRA, *Responsabilidade pela perda de uma chance de revitalização?* In II Congresso... cit., p. 153.

#### **IV. Medidas de saneamento e de recuperação que podem alterar o controlo da sociedade**

Antes de nos focarmos nos regimes em confronto vamos começar por ver quais as medidas de saneamento e recuperação de empresas que podem conduzir a tal controlo e que por isso podem implicar o dever de lançamento de uma OPA.<sup>110</sup>

Apenas iremos estudar os casos em que a alteração de controlo resulta da autonomia dos credores e não dos casos legalmente previstos, tais como as medidas de intervenção corretiva previstas para as instituições de crédito nos arts. 139.º e ss. do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras aprovado pelo DL n.º 298/92, de 31 de dezembro, as quais também podem conduzir a uma alteração no controlo destas sociedades.

No âmbito dos planos de recuperação podem ser celebrados acordos com os credores que visem acabar com o estado deficitário da sociedade e que, conseqüentemente, implicam a alteração de controlo. É de salientar que não se trata de uma transmissão direta (*asset deals*), mas antes de uma transmissão indireta (*share deals*) do controlo<sup>111</sup>. Afastamos assim a transmissão da sociedade prevista no art. 199.º e a aquisição da empresa no âmbito da liquidação do património insolvente prevista no art. 162.º. O que releva para o nosso estudo são as medidas que permitem alcançar o *controlo* da sociedade ainda num estado anterior à insolvência e não as que implicam a *propriedade* da empresa e que apenas se aplicam, após a declaração de insolvência pelo tribunal.

Os exemplos mais claros destas situações são o aumento do capital social, seja por via da conversão de créditos em capital, seja por via da aquisição de participações sociais pelos antigos ou por novos acionistas.

---

<sup>110</sup> Sobre o assunto, v. ANTÓNIO PINTO MONTEIRO/PAULO MOTA PINTO, “Compra e venda de empresa: A venda de participações sociais como venda da empresa (“share deal”), in MANUEL DA COSTA ANDRADE/MARIA JOÃO ANTUNES/SUSANA AIRES DE SOUSA (Coord.), *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Jorge Figueiredo Dias*, vol. IV, 2009, p. 685-728; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Da Tomada de Sociedades (takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa”, in *ROA* n.º 54, 1994, p. 761-777; e PAULO CÂMARA/ MIGUEL BRITO BASTOS, “O direito da aquisição de empresas: uma introdução, in PAULO CÂMARA (Coord.), *Aquisição de empresas*, 2011, p. 13-64.

<sup>111</sup> Sobre a distinção v. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “A transmissão da empresa e seu regime jurídico”, in *Revista da Faculdade de Direito da UFPR*, 2008, p. 38-85.

**i. A conversão de créditos**

A conversão de créditos em capital é regulada no art. 198.º do CIRE e conduz a um aumento do capital social, seja pela emissão de novas ações concedidas aos credores, seja pelo aumento do seu valor nominal. Ao converterem os seus créditos em ações, a dívida da sociedade é transformada em capital o que permite uma melhoria na sua situação financeira. Porém, os credores ao adquirirem novas ações vêm a sua participação na sociedade aumentar, o que pode implicar uma posição de controlo. Assim, ao mesmo tempo que os acordos de conversão de créditos em capital contribuem para uma melhoria financeira, também implicam alterações na estrutura acionista e no controlo da sociedade.

Os acordos de conversão de créditos são uma figura já reconhecida noutras jurisdições como meio de recuperação das empresas. É o caso do regime alemão, através do ESUG, e do regime espanhol na sua *Ley Concursal*, os quais recorreram aos *debt for equity swap agreements*<sup>112</sup> para facilitar a adoção do plano de insolvência, reforçando o envolvimento dos sócios nas negociações tendentes à recuperação da empresa<sup>113</sup>.

Também entre nós esta figura é reconhecida no art. 202.º do CIRE. Cumpre no entanto referir que o CIRE impõe o consentimento dos titulares dos créditos para aplicação destes mecanismos, salvo nos casos previstos no art. 203.º, n.º 1. Este preceito estabelece uma série de situações de aplicação cumulativa, reconduzindo-se à figura das sociedades abertas<sup>114</sup>. Assim, para aplicação de conversão de créditos em capital de sociedades abertas não é requerido o consentimento dos credores, o que se compreende

---

<sup>112</sup> BUESSEMAKER, ARNOLD E HARTMANN, UWE, *German Insolvency Law Reform (ESUG): More Creditors' Influence, More Debt-For-Equity Swaps, More Self-Administration?*, 2011, disponível em <http://business-finance-restructuring.weil.com>.

<sup>113</sup> CATARINA SERRA, “Emendas à (lei de insolvência) portuguesa — primeiras impressões”, in *Direito das Sociedades em Revista*, 2012, p. 119. Como explica a A. na p. 120 (nota 51), o *debt-for equity swap* oferece a vantagem imediata de o ativo se tornar superior ao passivo, “passando o balanço a registar uma redução nos encargos com o passivo e simultaneamente um aumento no montante do capital social, o que favorece, entre outras coisas, a liquidez da empresa e a concessão de crédito”. As alterações que a ESUG traz nesta matéria, referidas por CATARINA SERRA são, pois, no sentido da facilitação da aprovação da medida *debt-for-equity swap*, quando tal seja pretendido pelos credores, nomeadamente através da redução das garantias dos sócios da sociedade insolvente e concomitante aumento dos poderes dos credores, aquando da elaboração do plano.

<sup>114</sup> LUÍS A. CARVALHO FERNANDES e JOÃO LABAREDA, *Código da Insolvência...* cit., p. 789.

pela possibilidade que estes têm em transmitir a participação social adquirida, conseguindo alcançar o valor de mercado do seu crédito<sup>115</sup>.

## **ii. A aquisição de participações sociais**

Outra forma de aquisição do controlo sobre uma empresa insolvente é a compra de participações sociais<sup>116</sup>. Neste caso realiza-se um aumento de capital que procura recuperar a estabilidade financeira da sociedade e fazer face às obrigações. As ações emitidas na sequência desta operação são adquiridas por um investidor externo ou por um antigo acionista. A finalidade é recuperar a empresa, podendo vir a lucrar com a mesma seja por via de uma futura alienação das participações sociais, seja por via da sua rentabilidade operacional. Esta operação também pode conduzir ao alcance do controlo.

Sendo o regime de saneamento e recuperação de empresas conduzido de acordo com os interesses dos credores (e não dos titulares da sociedade devedora, cujo interesse é relegado para segundo plano), não vislumbramos em que medida os mesmos possam sair prejudicados pela alienação de participações sociais da sociedade insolvente. Tal negócio não altera a posição dos credores: a posição jurídica destes sujeitos em nada é afetada, pois em qualquer caso os acionistas da sociedade insolvente estão sempre colocados em posição subalterna face aos credores.<sup>117</sup>

Em suma, com a maior autonomia concedida aos credores, os acordos estabelecidos podem levar a alterações no controlo da sociedade, como mencionado anteriormente. Estas são medidas cada vez mais frequentes, já que por um lado a tomada de posição de um investidor com reputação e crédito no mercado, poderá ser suficiente para a sua reorganização, por outro lado muitas das empresas estão apenas com problemas de liquidez, que serão resolvidas com recurso a qualquer uma das medidas apresentadas.

---

<sup>115</sup> RUI SIMÕES, “A aquisição de empresas insolventes”, in *Aquisição de Empresas*, coord. PAULO CÂMARA, 2011, p. 384.

<sup>116</sup> No CPEREF esta compra era ineficaz face ao devedor, salvo se autorizada judicialmente.

<sup>117</sup> RUI SIMÕES, “A aquisição de empresas...cit, p. 387.

## V. A derrogação da OPA e as medidas de saneamento financeiro e de recuperação de empresas

Ao alcançar o controlo da sociedade o oferente paga um prémio de controlo que não é refletido pelo valor de mercado das participações sociais. Para além de outros fundamentos, a distribuição do prémio de controlo por todos os acionistas é uma das garantias oferecidas pela obrigatoriedade de lançamento de uma OPA.

Nos casos em que o controlo é alcançado por via de uma medida de saneamento ou recuperação de empresa, o efeito do prémio de controlo não será idêntico ao que decorre de uma situação de normalidade financeira. A probabilidade de o prémio de controlo não existir ou ser negativo é alta. Os adquirentes do controlo não só terão que lançar uma OPA universal como ainda terão os custos de recuperação da empresa, sendo anulados os proveitos usualmente gerados pelo controlo.

Estão assim em conflito dois regimes de proteção: por um lado a obrigação de lançamento de uma OPA que protege os acionistas minoritários, por outro lado a recuperação da empresa que implica a satisfação dos credores, a manutenção de postos de trabalho e o conseqüente contributo para a economia nacional<sup>118</sup>.

Propomo-nos em seguida a abordar as soluções possíveis de resolução deste conflito de interesses.

### a) O preço equitativo

Uma das soluções de resolução do conflito possível teria por base o preço equitativo que deve ser pago como contrapartida da aquisição de controlo. A solução poderia passar pelo estabelecimento de uma contrapartida inferior para os casos em que o prémio de controlo fosse negativo, ou quando o interesse em proteger a recuperação da empresa se manifestasse superior à proteção dos acionistas.

Se a CMVM não considerar nenhum dos valores previstos no art. 188.º, n.º1 do CVM, devidamente justificados ou equitativos, o n.º 2 do art. 188.º estabelece que a contrapartida deverá ser estabelecida por um auditor independente designado pela

---

<sup>118</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Estudos Jurídicos [Pareceres]*, 2001, p. 19.

## O Saneamento Financeiro como forma de Derrogação da Oferta Pública de Aquisição Obrigatória

autoridade de supervisão. Embora no n.º 3 do art. 188.º do CVM o legislador estabeleça os casos em que se presume que a contrapartida não é equitativa, não esclarece quando não é justa, ficando deste modo tal juízo a cargo da CMVM.

A Diretiva, no art. 5.º, n.º 4, permite que os Estados autorizem as autoridades de supervisão do mercado de valores mobiliários a alterar o preço da contrapartida, desde que as circunstâncias em que tal possa ocorrer se encontrem “claramente determinadas”, exemplificando situações em que tal pode ocorrer. De entre os exemplos apontados na Diretiva, o legislador apenas acolheu os que se encontram no art. 188.º, n.º 3 do CVM. Não adotou assim o exemplo da Diretiva, que refere a diminuição do preço “ (...) a fim de permitir a recuperação de uma empresa em situação difícil”.

Ao afastar esta hipótese o legislador retirou a possibilidade de se manter a obrigação de lançamento de uma OPA nos casos em que as sociedades se encontram economicamente debilitadas, tal como acabou por expressar no art. 189.º, n.º 1, al. b) do CVM ao prever a derrogação como forma de solucionar o problema.

Parece-nos ter sido uma boa opção, pois afasta totalmente a possibilidade de lançamento de uma OPA sobre sociedades envolvidas num processo de saneamento ou recuperação. Além do mais, a solução do preço equitativo teria sempre um elevado cunho de incerteza, que afastaria na prática qualquer possibilidade de lançamento de uma OPA. Tal incerteza explica-se por um lado, porque apenas depois de se atingido o controlo e de ser gerado o dever se saberia o preço que a CMVM iria fixar como contrapartida, por outro lado, não é possível ter certezas absolutas sobre a eficácia das medidas de recuperação ou saneamento e sobre a futura recuperabilidade da sociedade. Os possíveis adquirentes estariam assim a arriscar um elevado montante, sem terem garantia de sucesso e de retorno ou amortização do investimento.

Neste ponto é ainda de referir que o facto de a redação do n.º 3 do art. 188.º do CVM ter sido dada pelo DL n.º 219/2006, de 2 de novembro, ou seja, antes de o CIRE valorizar a recuperação das empresas em detrimento da sua liquidação e em especial antes da introdução do PER e do SIREVE, releve para uma interpretação distinta da apresentada. Independentemente de nestes casos o estado de dificuldade financeira ser menos crítico, o dever de lançamento de uma OPA desmotivaria os credores ou os potenciais investidores, pois a onerosidade do investimento iria ser bastante elevada.

## b) A derrogação

Uma segunda alternativa para solucionar o problema é a que se encontra consagrada no nosso sistema jurídico (art. 189.º, n.º 1, al. b) do CVM), e que consiste na derrogação do dever de lançamento de uma OPA quando se trate de sociedade envolvida num processo de recuperação ou saneamento financeiro. Esta é uma solução que não está expressamente consagrada na Diretiva, mas que resulta da possibilidade concedida aos Estados em determinarem as situações de derrogação<sup>119</sup>.

No art. 4.º, n.º 5, a Diretiva prevê duas formas de afastar o dever de lançamento de uma OPA: por um lado através do estabelecimento de situações objetivas que afastem a obrigação, pela simples verificação dos seus pressupostos (*derrogações*), e por outro lado concedendo poderes à autoridade de supervisão para afastar o dever em casos concretos, desde que fundamente a sua decisão (*dispensas*).<sup>120</sup>

O legislador nacional optou pela primeira hipótese, eliminando a margem de discricionariedade<sup>121</sup> da CMVM. O objetivo desta derrogação é salvaguardar o sucesso do processo de insolvência ou recuperação de empresas, afastando o dever de lançamento de uma OPA sempre que a ultrapassagem dos limiares definidos no art. 187.º, n.º 1 do CVM decorra da “ (...) execução de um plano de saneamento financeiro no âmbito de uma das modalidades de recuperação ou saneamento previstas na lei”<sup>122</sup>.

Ao privilegiar a recuperação financeira em detrimento da proteção dos acionistas, a *ratio* da lei foi a de que, lançada uma OPA sobre uma sociedade em dificuldades económicas, a onerosidade da mesma iria prejudicar ainda mais a sua débil situação. Ninguém estaria disposto a perder os seus créditos (ainda que transformados em participações sociais), ou a investir num aumento de capital, sabendo que ainda teria

<sup>119</sup> “desde que conformes com o espírito e com os princípios estabelecidos pelo direito comunitário, *maxime*, no n.º1 do art. 3.º da Directiva.” JULIANO FERREIRA, “Excepções ao dever... cit., p. 213.

<sup>120</sup> JULIANO FERREIRA, “Excepções ao dever... cit., p. 213.

<sup>121</sup> Embora não nos caiba desenvolver esta matéria salientamos o Ac. do TCA do Sul de 22-03-2012, com o processo n.º 07555/11 e o relator PAULO CARVALHO, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt), onde a propósito de um Prospecto de uma OPA defende que a CMVM tem uma discricionariedade técnica (“(...)normas eminentemente técnicas, que exigem um conhecimento específico do funcionamento do mercado de capitais.”). O Ac. distingue ainda “conceitos indeterminados de tipo classificatório” e “conceitos verdadeiramente indeterminados ou conceitos-tipo”, defendendo estes últimos que “Sendo a sua indeterminação apenas ultrapassável mediante o recurso a valorações e “avaliações próprias” da Administração e implicando, por isso, a realização de juízos de prognose, típicos da “autonomia pública administrativa”, este tipo de conceitos resulta já na concessão de uma verdadeira margem de livre decisão da Administração.”.

<sup>122</sup> Cfr. art. 189.º, n.º 1, al. b) do CVM.

que comprar as participações sociais de todos os acionistas da sociedade que estivessem dispostos a vendê-las, mesmo que a um preço inferior. O legislador preferiu o sacrifício dos acionistas minoritários à insolvência de uma sociedade considerada economicamente viável, ou seja, deu prevalência ao interesse público.

Parece que o art. 205.º do CIRE, cuja al. c) afasta a aplicação do dever de lançamento de uma OPA, vai no mesmo sentido da referida disposição do CVM. O CIRE estabeleceu a exclusão do dever de lançamento de uma OPA quando a ultrapassagem do limiar que presume o controlo da sociedade for consequência do exercício de opções de compra ou de aquisição de ações em aumento de capital, no âmbito do plano de insolvência.

#### **i. A derrogação no PER e no SIREVE**

Entre as duas soluções anteriormente analisadas, parece-nos que a opção pela derrogação foi sem dúvida a mais adequada. No entanto as alterações que o regime falimentar tem vindo a sofrer, subsequentes ao estabelecimento das derrogações, implicam um aprofundamento do tema. Vamos por isso focar-nos na aplicação da derrogação prevista tanto no CVM como no CIRE aos mecanismos de recuperação de empresas recentemente incluídos na lei portuguesa.

Começando pela análise da compatibilidade destes mecanismos com o art. 205.º do CIRE, recordamos que o plano de recuperação implementado através do PER<sup>123</sup> e o plano de insolvência são realidades jurídicas perfeitamente distintas, detendo cada um deles regras específicas e pressupostos e finalidades diferentes. O plano de insolvência apenas pode ser considerado uma forma de recuperação de empresas quando assuma a modalidade de *plano de recuperação*, pois é aí que o plano de liquidação do património do devedor é substituído por medidas de recuperação da empresa. Neste mesmo sentido vai a jurisprudência nacional ao defender que o “ (...) plano de recuperação, integrado no processo de revitalização, constitui uma realidade jurídica diversa do plano de insolvência regulado no Título IX, designadamente no Capítulo I (arts. 192.º a 208.º), do CIRE. No quadro normativo específico do processo de revitalização apenas se prevê a aplicação, com as necessárias adaptações, do preceituado nos arts. 211º, 212º, 215º e

---

<sup>123</sup> Não fazemos referência ao SIREVE pois, não sendo este regulado no CIRE, partimos do princípio que os artigos em causa não lhe são aplicáveis.

216.º, do CIRE (Capítulo II, do Título IX), relativas à aprovação e homologação do plano de insolvência (ver arts. 17.º-F e 1-I).”<sup>124</sup>

Este preceito legal surge na sequência do art. 203.º do CIRE<sup>125</sup>, que no âmbito de um *plano de insolvência* permite a realização de uma operação de conversão de créditos em capital da sociedade insolvente, sem que exista o consentimento expreso dos titulares desses créditos.<sup>126</sup> Perante esta imposição (quase expropriação) o art. 205.º do CIRE vem proteger quem, sem ter dado consentimento, viu os seus créditos convertidos em capital, alcançando sem querer o controlo da sociedade insolvente, afastando a necessidade de lançamento de uma OPA.

Acontece que as medidas adotadas no âmbito do PER, resultam de um acordo entre os credores apenas mediado pelo administrador de insolvência provisório pelo que, perante uma conversão de créditos em capital, sempre se exigiria ainda que indiretamente, o consentimento dos titulares. Deixa assim de fazer sentido a aplicação do art. 203.º do CIRE, pois haverá sempre lugar a consentimento. Neste âmbito não haverá necessidade de proteção dos credores nos termos do art. 205.º do CIRE.

Tal não significa que quem alcance o controlo de empresas envolvidas num PER esteja sujeito à obrigação de lançamento de uma OPA, pois temos ainda que compatibilizar este regime com a derrogação prevista no art. 189.º do CVM. Esta norma tem um âmbito de aplicação mais vasto, abrangendo também os casos de recuperação de empresas.

A derrogação é aplicável a todos os casos de saneamento ou recuperação financeira *previstos na lei* o que, como é óbvio, inclui o PER e o SIREVE, não havendo razões para os afastar através de uma interpretação objetivista da disposição legal. A ideia da aplicação da derrogação é reforçada pela *ratio* da norma: favorecer a recuperação da empresa e proteger os credores. Comparando por um lado o direito de proteção dos acionistas minoritários e por outro lado o direito dos credores verem o seu crédito reembolsado, das empresas serem revitalizadas e dos trabalhadores não perderem os seus postos de trabalho, o legislador optou pelos segundos.

---

<sup>124</sup> Ac. Rl. Porto, 13-05-2013, (Caimoto Jácome), disponível em: <http://www.dgsi.pt>.

<sup>125</sup> LUÍS A. CARVALHO FERNANDES e JOÃO LABAREDA, *Código da Insolvência...* cit., p. 788.

<sup>126</sup> LUÍS A. CARVALHO FERNANDES e JOÃO LABAREDA, *Código da Insolvência...* cit., p. 788.

Recorrendo ainda a uma interpretação sistemática da norma do CVM, verificamos que o PER e o SIREVE irão favorecer o interesse público, satisfazendo a ideia que levou o legislador a derrogar a obrigação de lançamento de uma OPA. Estes novos mecanismos visam evitar a cessação das empresas economicamente viáveis, adotando medidas destinadas à sua recuperação. Ao serem postos em prática, e pressupondo o seu sucesso, os planos de recuperação permitem que as empresas se tornem economicamente sustentáveis, contribuindo para a economia nacional, para a manutenção de postos de trabalho e satisfazendo em geral o interesse público, que o legislador procurou proteger.

Perante isto será de reconhecer a aplicabilidade da derrogação prevista no CVM a todos os casos em que o dever de lançamento de uma OPA surja na sequência da adoção de uma medida aplicada a uma sociedade em insolvência *atual*, insolvência *iminente*, ou apenas em *situação económica difícil*, no âmbito do processo de insolvência, do plano de recuperação, do PER ou do SIREVE.

## **ii. A automaticidade da derrogação e os mecanismos de recuperação extrajudiciais**

O CVM estabelece no seu art. 189.º, n. 2, que as derrogações dependem de mera declaração da CMVM. Significa isto que a derrogação se aplica de modo quase automático. O artigo em questão apenas fala em *declaração*, ou seja um “(...) mero reconhecimento dos pressupostos legais da derrogação pela CMVM (...). Consequentemente o poder da CMVM é meramente declarativo – *poder declarativo vinculado e não discricionário*: verificados os pressupostos ou condições da lei, a CMVM não pode recusar a derrogação.”<sup>127</sup>. Não se exige à CMVM uma análise profunda do caso, apenas a fiscalização do cumprimento dos pressupostos exigidos pela lei, para aplicação da derrogação.

A verificação dos pressupostos deve ter em conta a realidade que subjaz a concessão da derrogação. Como procuraremos explicar, há casos em que uma análise superficial dos pressupostos será suficiente e outros em que é necessário aprofundar um pouco mais. Neste último caso consideramos que se incluem as derrogações com base nos

---

<sup>127</sup> JOÃO CALVÃO da SILVA, “Ofertas Públicas De Aquisição (Regime Europeu E Português)” in *Revista de Ciências Jurídicas e Económicas*, 2012, p. 174, disponível em <http://webcache.googleusercontent.com>.

novos mecanismos de recuperação de empresas, não só pela sua natureza extrajudicial, como também pelo fraco controlo existente.

#### a. Controlo de aplicação do PER

Começando por analisar o controlo existente na aplicação do PER, verificamos que está em causa um plano de recuperação de empresas pelo qual é conferida primazia à vontade dos credores, comprovada pela atribuição de um controlo efetivo do processo aos credores, em detrimento do controlo jurisdicional. Depois de alcançado um acordo este é enviado ao juiz que terá a possibilidade de o *aprovar* ou recusar, ficando todos os credores vinculados à sua decisão. O devedor tem ainda a hipótese alternativa de apresentar ao tribunal um acordo extrajudicial, que o *homologará*, quando esteja reunida a maioria requerida e não existam requerimentos de recusa de interessados ou fundamentos de recusa oficiosa.<sup>128</sup>

Nas funções desempenhadas pelo tribunal, seja de aprovação ou homologação, “(...)o Juiz, (...) não tem que verificar a existência dos requisitos materiais de que depende o recurso a tal procedimento, nem o seu eventual abuso.”<sup>129</sup> Verificamos que o tribunal tem um papel “mínimo e residual”<sup>130</sup>, “(...)restringindo[-se] o controlo jurisdicional à gestão processual”<sup>131</sup>. Este facto acrescido de ser o devedor a atestar a sua própria recuperabilidade, resulta na inexistência de controlo sobre a verificação dos pressupostos de aplicação do PER. Basta ao devedor<sup>132</sup> assinar um papel reconhecendo a sua debilidade financeira e a sua viabilidade futura, para que se dê início à tramitação do PER<sup>133</sup>. Poderia dizer-se que cabe ao administrador judicial provisório fazer este controlo<sup>134</sup>, no entanto não nos parece que tal se verifique. Este apenas tem poderes para

---

<sup>128</sup> NUNO SALAZAR CASANOVA e DAVID SEQUEIRA DINIS, *O processo especial de...*cit., p. 188-194.

<sup>129</sup> Cfr. Ac. TR do Porto, 15-11-2012, José Amaral, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt). No mesmo sentido o Ac. TR de Guimarães, 16-05-2013, Conceição Bucho. Para mais desenvolvimentos v. CATARINA SERRA, “Entre o princípio e os princípios da recuperação de empresas (um work in progress)”, in *II Congresso de Direito da Insolvência*, coord. CATARINA SERRA, 2014, p. 85.

<sup>130</sup> Cfr. Ac. TR do Porto, 15-11-2012, José Amaral, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>131</sup> Cfr. Ac. TR de Guimarães, 18-12-2012, Maria Rosa Tching, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>132</sup> Ao contrário do que acontece na Alemanha, em que para a apresentação do plano é necessário um relatório de um fiscalista, contabilista ou outro com competências semelhantes, que ateste a viabilidade económica da sociedade. Embora uma solução semelhante tenha constado do Anteprojecto da Lei, ela foi abandonada por se considerar que colocava em causa o objetivo de facilitar o recurso a este processo.

<sup>133</sup> Mais drástico é o caso do art. 17.º-I do CIRE que prevê a possibilidade de celebração de um acordo extrajudicial, apenas homologado pelo juiz.

<sup>134</sup> Neste sentido NUNO SALAZAR CASANOVA e DAVID SEQUEIRA DINIS, *O processo especial de...*cit., p. 18.

dar início a um processo de insolvência caso conclua que o devedor está em insolvência atual<sup>135</sup>.

#### **b. Controlo de aplicação do SIREVE**

Alargando esta análise ao SIREVE, verificamos que sendo também um mecanismo extrajudicial, a falta de controlo em comparação com o PER, é muito menor. Embora o tribunal também intervenha apenas na homologação do acordo previamente celebrado, em tudo o resto o processo é acompanhado pelo IAPMEI. A esta entidade é cometida, entre outras, a verificação dos pressupostos de aplicação do SIREVE, devendo recusar o acordo apresentado pelas partes quando não estejam reunidos os pressupostos (art. 6.º, n.º 1, al. a) do DL n.º178/2012). Assim, o controlo dos pressupostos é competência de uma entidade independente, não nos parecendo que a automaticidade da derrogação seja posta em causa, deixando de lado esta hipótese.

#### **c. As consequências da falta de controlo independente**

Restringindo-nos ao estudo da compatibilidade da quase automaticidade da derrogação com o regime do PER, aferimos que a verificação dos pressupostos de aplicação deste mecanismo não está sujeita a qualquer tipo de controlo por parte de uma entidade independente. Esta falha abre portas a situações fraudulentas, permitindo às partes acordarem na abertura do PER<sup>136</sup> com o objetivo único de evitar a obrigatoriedade de lançamento de uma OPA. Na atualidade é fácil uma sociedade ter um passivo superior ao ativo, ter falta de liquidez ou atraso em alguns pagamentos. Assim é simples simular uma situação económica difícil, ou uma insolvência iminente com o objetivo de evitar o custo que o lançamento de uma OPA acarreta.

A existência de um regime de responsabilidade pela abertura indevida do PER (art. 17.º-D do CIRE), não será suficiente para afastar as referidas situações. A responsabilidade reduz-se à deficiente informação prestada pelo devedor, tendo por objeto os danos causados nos credores<sup>137</sup>. As operações desenhadas não visam prejudicar os credores, pelo contrário, ao investirem na recuperação da empresa, ainda

---

<sup>135</sup> Isto resulta da conjugação dos arts. 17.º-G, n.º 1, 17.º-D, n.º 9, 17.º-G, n.º 4 do CIRE.

<sup>136</sup> Segundo os n.ºs 1 e 2 do art. 17.º-C, é suficiente para que o processo se inicie uma declaração escrita assinada pelo devedor e por, pelo menos, um dos seus credores, em que se manifesta a vontade de encetar negociações.

<sup>137</sup> LUÍS MANUEL MENEZES LEITÃO, “A responsabilidade pela abertura indevida do processo especial de revitalização”, in *II Congresso...cit.*, p. 144.

que de forma fraudulenta, irão aumentar a sua capacidade financeira, permitindo o pagamento dos seus créditos.<sup>138</sup>

#### **d. A solução para o problema**

Para solucionar o problema da falta de controlo propomos uma interpretação atualista do art. 189.º, n.º 2 do CVM, que permita conjugar a norma do CVM com o recente regime do PER. Esta interpretação implicaria um maior controlo por parte da CMVM nos casos de derrogação de OPA com base no PER. A declaração emitida pela CMVM resultaria não só do reconhecimento dos pressupostos previstos no CVM como também dos pressupostos previstos no CIRE para aplicação do PER.

A verdade é que a análise superficial exigida à CMVM se explica por já ter ocorrido um controlo anterior: seja por parte da CMVM (no caso da al. a)), seja por parte do tribunal (no caso da alínea b), no âmbito do plano de recuperação ou insolvência), ou por uma entidade independente (também no caso da al. b) pelo IAPMEI no âmbito do SIREVE<sup>139</sup>), ou ainda quando tenha existido um consentimento dos acionistas em afastar a possibilidade de lançamento de uma OPA (no caso da al. c)). Acontece que no caso do PER não existe qualquer controlo independente, não se exige o consentimento individual dos credores<sup>140</sup>, mas antes o consentimento coletivo<sup>141</sup> e não há intervenção dos acionistas<sup>142</sup>, pois a recuperação de empresas é matéria de gestão que fica a cargo da administração<sup>143</sup>.

Tendo em conta a “unidade do sistema<sup>144</sup>”, parece resultar que o legislador apenas optou pela automaticidade da derrogação por considerar que existia um controlo ou consentimento prévio. Como tal controlo ou consentimento não existe no PER,

---

<sup>138</sup> Não se incluindo no escopo do nosso estudo apenas deixamos a nota de que esta responsabilidade exige uma mera negligência, ao contrário do que acontece no processo de insolvência em que se exige dolo. LUÍS MANUEL MENEZES LEITÃO, “A responsabilidade pela ...cit. p. 149.

<sup>139</sup> Vamos afastar o SIREVE destas observações dado o controlo efetuado pelo IAPMEI.

<sup>140</sup> O plano é aprovado quando estando presentes credores cujos créditos constituam no mínimo um terço do total o plano seja aprovado por dois terços dos votos emitidos e mais de metade dos votos emitidos correspondentes a créditos não subordinados, vinculando depois todos os credores.

<sup>141</sup> A lei limita a liberdade individual através da subordinação à vontade coletiva (a maioria necessária para aprovar o plano de recuperação). V. CATARINA SERRA, *O regime...cit.*, p. 175.

<sup>142</sup> Nas palavras de PAULO OLAVO DA CUNHA, “Os deveres dos gestores e dos sócios no contexto de revitalização de sociedades”, *in II Congresso...cit.*, p. 226, “A admissibilidade de deveres específicos dos sócios é, no presente caso e em nosso entender, contrária ao princípio da responsabilidade limitada do seu investimento.”.

<sup>143</sup> Apesar de todos os deveres de informação que recaem sobre os administradores das sociedades, em especial das sociedades abertas.

<sup>144</sup> Art. 9.º, n.º 1 do CC.

consideramos que a CMVM, além de verificar se a sociedade está de facto envolvida num PER, deve ainda verificar se a empresa se encontra numa situação económica difícil, ou em insolvência iminente.

A interpretação proposta parece também ter acolhimento de um ponto de vista histórico. De facto, a derrogação em causa era no antigo CdMVM considerada uma dispensa, o que permitia à CMVM *dispensar* o dever de lançamento de uma OPA, caso estivessem cumpridos os requisitos descritos na respetiva dispensa. Como já referimos o antigo CdMVM fazia a distinção entre *dispensas* e *derrogações*, estabelecendo como dispensa o caso em que a aquisição do controlo resultasse de uma operação destinada a prevenir a falência da sociedade e a promover a sua recuperação económica e financeira desde que se comprovasse que a operação era adequada aos fins a que se destinava<sup>145</sup>.

O Código vigente aboliu as dispensas, convertendo a dispensa em causa na derrogação prevista na al. b) do n.º1 do art. 189.º do CVM. A diferença é que a norma que previa a dispensa abrangia todas as operações financeiras e não apenas as que resultassem de um meio de saneamento e recuperação financeiro previsto na lei, tal como ocorre hoje em dia. Ou seja, anteriormente como não existia um controlo prévio, aplicava-se a dispensa e não a derrogação, não sendo afastada a obrigatoriedade de lançamento de uma OPA sem que uma entidade independente, nomeadamente a CMVM, comprovasse a existência de motivos para tal.

Sob uma perspetiva histórica parece-nos que o legislador procurou que a derrogação só fosse aplicada quando existisse um controlo independente que legitimava tal exceção. Ou seja, ao converter este caso numa derrogação a verificação casuística pela CMVM foi substituída por uma mera declaração justificada pela diminuição do âmbito de aplicação. Aplicando-se a derrogação apenas aos casos previstos na lei, o legislador pressupôs que existia um controlo prévio da utilização dos mecanismos de recuperação das empresas, seja pelo tribunal, seja por uma entidade independente, como acontecia com o PEC, vigiado pelo IAPMEI.

Concluindo, ao contrário do que acontecia no CdMVM, atualmente a CMVM tem apenas poderes de fiscalização, sendo ouvida para efeitos declarativos, não tendo competência para, por razões de conveniência ou oportunidade, negar a ocorrência da

---

<sup>145</sup> JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA...cit.*, p. 332.

derrogação. No entanto, no caso do PER o cumprimento dos pressupostos do art. 17-A do CIRE, não são controlados sendo a derrogação aplicada automaticamente, o que perante o exposto não parece fazer sentido, nem estar de acordo com a ideia do legislador. É assim que propomos uma interpretação atualista pela qual a CMVM não verificaria apenas os pressupostos estabelecidos pelo legislador dos valores mobiliários, mas também os que estão previstos para a aplicação do PER.

Não se vislumbra que com a interpretação atualista apresentada haja um regresso à criticada margem de discricionariedade da CMVM, há apenas o controlo dos pressupostos de abertura do PER. Como se referia no art. 529.º, n.º 5 do CdMVM<sup>146</sup> procura-se que a CMVM afaste a derrogação nos casos em que o facto que serve de fundamento à derrogação tiver sido artificialmente criado com o intuito de evitar a obrigatoriedade da OPA. A atuação da CMVM não será discricionária, pois limitar-se-á a verificar além dos pressupostos do CVM, os pressupostos de aplicação do PER, estando assim delimitada a sua atuação.

Cumprindo ainda referir que a discricionariedade existia, em especial, devido a uma cláusula aberta que concedia à entidade de supervisão uma ampla margem de manobra. Sem dúvida que esta não era uma discricionariedade absoluta, mas antes uma discricionariedade vinculada sob um estrito ponto de vista de direito administrativo. No entanto o art. 529.º, n.º 6 do CdMVM que permitia que à CMVM aplicar a dispensa sempre que considerasse necessário assegurar a proteção dos interesses e a igualdade de tratamento dos titulares dos valores mobiliários a que a dispensa respeita. Esta era uma disposição que, permitia que a CMVM adotasse as condições que no caso concreto fossem mais adequadas à sua decisão.

Reconhecemos que os requisitos para abertura do PER são pouco concisos e podem conceder alguma margem à CMVM, mas nunca comparável com a margem de discricionariedade atribuída anteriormente. Para não ultrapassar o limite imposto pela lei o papel da CMVM deverá reduzir-se a uma verificação superficial da situação económica da sociedade. Não se pede que verifique toda a gestão e financiamento da sociedade, mas apenas que, através de uma análise das demonstrações financeiras, comprove a *dificuldade séria* em cumprir as suas obrigações futuras. Esta ideia é

---

<sup>146</sup> Embora em relação às dispensas.

reforçada por a CMVM ter apenas cinco dias<sup>147</sup> para declarar a derrogação, não havendo margem para uma análise profunda, mas apenas para confirmar a crise financeira que afeta a sociedade. O facto de, além dos pressupostos do CVM, a autoridade de supervisão analisar também os motivos que levaram à abertura do PER não significa que tome uma decisão arbitrária, apenas reforça o seu papel como entidade supervisora. No fundo estaríamos a (re)introduzir alguma flexibilidade apenas para prevenir situações de fraude.

Em suma, sendo o PER um mecanismo superveniente ao art. 189.º do CVM, cuja redação se manteve imutável desde a publicação do código em 2000, parece que é imperativo que se faça uma interpretação de acordo com a nova realidade jurídica. O direito não é imutável, devendo ser atualizado de acordo com as situações que vão surgindo.

### **c) Os Acordos Voluntários**

Até agora tratámos dos casos em que o controlo da sociedade é alcançado na sequência da aplicação de uma medida de recuperação de empresas legalmente previstas. Deixámos de fora os casos em que o controlo é atingido através de uma medida que visa estabilizar a situação financeira da sociedade mas, que não decorre da execução do PER, do SIREVE, ou do plano de insolvência.

#### **i. O problema**

Dedicamos por isso este capítulo à análise das medidas que procuram prevenir o início de um dos processos de recuperação de empresas regulados pela lei como é o caso do aumento de capital para refinarciar a sociedade ou a conversão de créditos em capital. Podemos ainda incluir os casos em que a intervenção numa sociedade

---

<sup>147</sup> O Regulamento da CMVM n.º 25/99 estabeleceu, no n.º 1 do art. 9.º, que a comunicação à CMVM dos factos relevantes para efeitos da derrogação deveria ter lugar no prazo de 5 dias, quando relativos às alíneas b) e c) do n.º 1 do art. 189.º do CVM, estabelecendo ainda que a declaração da CMVM deveria explicitar a informação descrita no referido diploma (a identificação do requerente da derrogação, uma breve descrição da situação de facto que justifica a derrogação e a quantidade dos valores mobiliários e direitos de voto que cabem ao requerente). Posteriormente, foi elaborado pela CMVM o Regulamento n.º 10/2000 onde foi integrado o conteúdo do Regulamento inicial, encontrando-se a mesma regulação agora no art. 43.º. Foi então que, atendendo às alterações ao CVM em virtude da integração no ordenamento jurídico de várias Diretivas comunitárias, o DL n.º 52/2006, de 15 de março, surgiu o Regulamento da CMVM n.º 3/2006, também ele relativo às Ofertas e Emitentes, que vem incluir a mesma disciplina enunciada, com a mesma redação dos anteriores regulamentos, agora no art. 16.º.

economicamente deficitária ocorra através de *distressed debt funds*<sup>148</sup>, ou seja fundos especializados que compram participações sociais de empresas em crise ou que já tenham declarado insolvência, tendo em vista a obtenção do controlo e até de um lugar na administração que lhes permita reestruturar a empresa e mais tarde revender com lucro. Ao serem obrigados a lançar uma oferta sobre todas as participações sociais, os fundos vão abster-se de intervir em sociedades abertas<sup>149</sup>.

Embora os recentes meios de recuperação de empresas sejam menos demorados, impliquem menores custos e evitem os custos indiretos da publicidade<sup>150</sup>, não são suficientes para afastar a ideia negativa que a nossa sociedade tem em torno das insolvências. Basta o mercado tomar conhecimento da debilidade económica de uma empresa para esta ver o seu valor diminuir. Esta conotação negativa leva as empresas a retardar o recurso ao PER ou ao SIREVE, arrastando a situação deficitária em que se encontram, podendo acabar num estado de irrecuperabilidade.<sup>151</sup>

Não vislumbramos nestes casos qualquer margem na lei<sup>152</sup> para aplicar a derrogação. Desde logo porque o art. 189.º, n.º 1 do CVM é taxativo e depois porque a sua al. b) refere expressamente que a derrogação apenas se aplica aos mecanismos *previstos na lei*, o que não é o caso<sup>153</sup>. Nota-se uma clara intenção do legislador em abranger apenas as medidas estabelecidas na lei, afastando as soluções financeiras que sejam realizadas fora das medidas de recuperação e saneamento legalmente previstas. Não obstante, e depois da interpretação feita no ponto anterior, consideramos que este é um tema relevante que não devemos deixar em branco.

---

<sup>148</sup> A este respeito v. KELLY DEPONTE, “An Overview of the Private Equity Distressed Debt and Restructuring Markets” in *The Guide to Distressed Debt and Turnaround Investing*, Private Equity International, Londres, 2010, p. 15-21 e EDITH HOTCHKISS E ROBERT MOORADIAN, Vulture Investors and the market for control of distress firms, in *Journal of Financial Economics*, n.º43, 1997, p. 401-432.

<sup>149</sup> Também CARLOS DE CÁRDENAS SMITH, *Supuestos Excluidos De La Obligación De Formular Opa Por Adquisición De Control*, p. 19, disponível em: <http://www.uria.com>.

<sup>150</sup> JAVIER ARIAS VARONA, *Refinancing, Debt For Equity Agreements And Takeover Bids Under Spanish Law*, disponível em: <http://eprints.ucm.es>, p. 3.

<sup>151</sup> Este é um problema que afeta todo o panorama empresarial nacional. As empresas evitam recorrer a mecanismos de saneamento ou recuperação e quando o fazem já é demasiado tarde. Além disso, a tendência será requererem o PER ou o SIREVE quando já deveriam estar num plano de insolvência. Os PER de hoje em dia acabam por ser as insolvências de amanhã. Deve ser afastada a ideia negativa em torno da insolvência, tentando separar o PER do plano de insolvência e incutir tal ideia na sociedade. Só assim se poderá abrir caminho para a verdadeira recuperação de empresas, pois de outro modo, o requerimento tardio dos planos acaba por os condenar à morte.

<sup>152</sup> O art. 9.º, n.º 2 do CC impõe que a interpretação de uma norma tenha o mínimo de correspondência na lei, o que não acontece aqui.

<sup>153</sup> Ao contrário do que acontece noutros ordenamentos jurídicos, nomeadamente em Espanha: JAVIER ARIAS VARONA, *Refinancing...cit.*, p. 14.

## ii. Uma possível solução

Consideramos que, à semelhança do que acontece noutros Estados<sup>154</sup> e do que acontecia anteriormente em Portugal, se deveria ponderar afastar o dever de lançamento de uma OPA nos casos em apreço<sup>155</sup>. Como é óbvio tal afastamento não seria de aplicação automática, sendo sempre necessário analisar caso a caso a veracidade, necessidade, intenção das partes e a operação em si mesma, o que poderia ser levado a cabo pela CMVM ou por uma entidade independente. Seria assim um mecanismo semelhante às dispensas anteriormente previstas.

Como referimos anteriormente o CdMVM previa a *dispensa* de lançamento de uma OPA quando a aquisição fosse feita no âmbito de uma operação destinada a prevenir a falência da sociedade e a promover a sua recuperação económica e financeira desde que se comprovasse que a operação era adequada aos fins a que se destinava. No CdMVM estavam previstas, entre derrogações e dispensas, dezasseis “válvulas de escape”<sup>156</sup> à obrigação de lançamento de uma OPA. Sem dúvida que este número era um exagero e que a figura das dispensas concedia uma margem de discricionariedade à CMVM, além de gerar incerteza e instabilidade. Rompendo bruscamente com esta disparidade, o atual legislador afastou por completo as dispensas, estabelecendo apenas três derrogações.

A solução que agora propomos situa-se entre as antigas dispensas e as atuais derrogações. Ou seja, uma situação intermédia em que, mantendo-se as derrogações como regra geral, apenas se alargava o âmbito de aplicação do art. 189.º, n.º1, al. b) do CVM para que nele coubessem as operações financeiras, realizadas fora de um dos planos previstos na lei cujo fim fosse a recuperação e estabilidade económica das empresas<sup>157</sup>. Para que tal fosse possível e na sequência do que defendemos em relação

---

<sup>154</sup> Em Inglaterra a obrigação de lançamento de uma OPA é afastada quando a operação que conduziu à aquisição do controlo tenha sido aprovada pelos acionistas. Em Espanha a derrogação aplica-se mesmo quando não esteja em curso um processo de recuperação legalmente estabelecido, mas apenas para os casos de conversão de créditos em capital. Também em Itália é permitido afastar o dever de lançamento de uma OPA quando a operação que impôs tal dever tenha sido aprovada pelos acionistas.

<sup>155</sup> Em Espanha existia uma norma semelhante ao nosso atual art. 189.º, n.º1, al. b) do CVM que acabou por ser alterada pelo *Real Decreto* 1066/2007 de modo a não abranger apenas os processos que integram a um dos processos legalmente previsto. V. CARLOS DE CÁRDENAS SMITH, *Supuestos Excluidos De La Obligación...* cit., p. 18.

<sup>156</sup> Expressão de PAULO CÂMARA, *Manual de Direito...* cit., p. 658.

<sup>157</sup> Solução idêntica encontramos em Espanha onde o *Real Decreto* que regula as OPAs prevê no seu art. 8.º, al. d) uma derrogação para as sociedades cuja viabilidade financeira esteja em sério e iminente perigo, *mesmo que não estejam envolvidas num processo de insolvência*, desde que a operação que originou a ultrapassagem do limiar mínimo, assegure a recuperação no longo prazo. Embora sistematicamente esta

ao PER, esta derrogação não poderia ser automática carecendo sempre um controlo por parte de uma entidade independente, de preferência a CMVM.

Embora esta não automaticidade implique uma maior lentidão do processo, em contrapartida introduz-lhe uma maior flexibilidade. Evita-se que as sociedades arrastem as debilidades financeiras e económicas que inevitavelmente levam ao desaparecimento de algumas empresas, fruto da conotação negativa atribuída pelos mercados ao PER. De modo a superar esta morosidade, bastaria a fixação de um determinado período de tempo para a CMVM se pronunciar.

A avaliação levada a cabo pela CMVM não deveria ser, em caso algum, arbitrária. A autoridade de supervisão deveria apenas ponderar os interesses dos acionistas maioritários e minoritários, a forma de obtenção do controlo e os objetivos efetivamente visados com a operação. Depois de analisados estes pontos com base na informação prestada pelas partes envolvidas, a CMVM declarava, ou não, a derrogação do dever de lançamento de uma OPA, fundamentando a sua decisão.

Esta derrogação deveria ainda ter em conta a incerteza criada nas partes, pelo facto de a CMVM apenas se pronunciar quando surge o dever de lançamento de uma OPA, ou seja, depois de o controlo ser alcançado. Esta desvantagem também pode ser diminuída bastando para tal que os interessados projetem a operação com o fim previsto na lei e apresentem relatórios e pareceres de peritos financeiros que, atestem a necessidade da operação. Isto mesmo foi recentemente reconhecido pelo Estado Espanhol que através do *Real Decreto 4/2014* estabeleceu que não há necessidade de controlo por parte da autoridade de supervisão, nos casos em que o adquirente apresente um parecer favorável de um perito independente.

A introdução de um mecanismo como o delineado anteriormente, evitaria complexas operações que escondem esquemas fraudulentos, ao mesmo tempo que permitiria fazer uma análise casuística de todos os interesses em jogo. Estamos aqui a fazer um balanço entre a certeza prévia e a flexibilidade e prevenção de fraude. Ora, não sendo este mecanismo aplicado a todas as situações de dificuldade económica, mas apenas às de menor gravidade, não sendo também exigida a intervenção de um dos

---

previsão esteja inserida no artigo que trata as derrogações, o legislador espanhol optou por referir que este caso concreto depende de uma decisão da *Comisión Nacional del Mercado de Valores*.

planos legalmente estabelecidos, parece que a valorização da flexibilidade seria a melhor opção. Além de facilitar a estabilidade financeira das empresas, este mecanismo traria ainda a vantagem de facilitar a compatibilidade com alterações legislativas subsequentes<sup>158</sup>.

Assim, propomos o regresso à flexibilidade, mas nunca com os exageros previstos no CdMVM. No fundo defendemos que, à semelhança do que acontece na maioria dos ordenamentos jurídicos europeus, a exceção ao lançamento de uma OPA possa também incluir as operações financeiras, que embora não decorram de um dos planos de recuperação, procurem a reorganização económica da sociedade. Esta hipótese daria suporte ao pensamento do legislador de insolvência, pois além de evitar o desaparecimento de sociedades, contribuiria para a estabilidade financeira das mesmas.

---

<sup>158</sup> JULIA CLOIDT-STOTZ, *Takeover bids in Europe...*cit.,p.277 e ss.

## VII. Conclusões

No CdMVM era feita a distinção entre derrogações e dispensas, sendo as primeiras de aplicação automática, enquanto as segundas dependiam de uma análise prévia por parte da CMVM. Entre as dispensas incluía-se o caso em que a aquisição do controlo resultava de uma operação destinada a prevenir a falência da sociedade e a promover a sua recuperação económica e financeira, desde que se comprovasse que a operação era adequada à revitalização da mesma.

Com o aparecimento do CVM, o legislador fez desaparecer as dispensas, convertendo o caso referido numa derrogação. Acontece que a rigidez da derrogação implica que as situações que lhe dão origem sejam objetivas. Deste modo a derrogação passou a ser aplicável aos casos em que o controlo é adquirido na sequência da execução de uma medida de saneamento, ou de recuperação de empresas, desde que legalmente prevista.

Esta exigência de legalidade pressupunha que as medidas já tinham sido alvo de um controlo independente prévio, legitimando a mera declaração da CMVM e afastando a margem de discricionariedade antes existente. Acontece que com a evolução legislativa tal pressuposto foi colocado em causa, mais concretamente com o aparecimento do PER, que não prevê a verificação prévia e independente, sendo por isso a derrogação aplicada sem qualquer controlo.

Para resolver esta situação propomos uma interpretação atualista do art. 189.º, n.º 1, al. b) do CVM. Consideramos que a CMVM não deve apenas realizar uma mera verificação dos requisitos estabelecidos pelo legislador dos valores mobiliários, mas sim alargar a sua verificação à situação económica da sociedade. Em caso algum esta interpretação implica um regresso à margem de discricionariedade existente no tempo das dispensas do CdMVM, apenas se procura adaptar a evolução do regime da recuperação de empresas à ideia que levou o legislador a recorrer à automaticidade. Procura-se que a CMVM afaste a derrogação, nos casos em que o facto que lhe serve de fundamento tiver sido artificialmente criado, com o intuito de evitar a obrigatoriedade da OPA.

Deste modo defendemos a aplicação de duas vias distintas: por um lado uma derrogação automática aplicável aos casos de saneamento e recuperação de empresas previstos na lei e sujeitos ao escrutínio do juiz ou de uma entidade independente; por outro lado propomos uma análise superficial da CMVM em relação aos pressupostos de abertura do PER, tendo em conta a falta de controlo, independente existente neste caso.

Outra conclusão a retirar do presente estudo, prende-se com os acordos voluntários não reconhecidos no CVM como causa de derrogação. Ao abranger apenas os casos de saneamento e recuperação de empresas previstos na lei, o código afasta os acordos celebrados com credores, os aumentos de capital e os *debt stressed funds*. Não concordamos que nestes casos, desde que as operações visem a reorganização da situação financeira da sociedade, seja imposto o dever de lançamento de uma OPA.

Defendemos que seja (re)introduzida alguma flexibilidade na concessão de derrogações. Tal não significa um regresso à margem de discricionariedade vivida no CdMVM com as dispensas, mas apenas uma análise casuística feita pela CMVM, que afastaria a obrigatoriedade de lançamento de uma OPA nos casos de operações voluntárias, que procuram prevenir a entrada num processo de insolvência ou recuperação de empresa legalmente previsto.

Essencialmente propomos uma solução entre as antigas dispensas e as atuais derrogações. Ou seja, uma situação intermédia em que, mantendo-se as derrogações como regra geral, apenas se alargaria o âmbito de aplicação do art. 189.º, n.º1, al. b) do CVM, para que nele coubessem as operações financeiras realizadas fora de um dos planos previstos na lei, cujo fim fosse a recuperação e estabilidade económica das empresas<sup>159</sup>. Para que tal fosse possível, e na sequência do que defendemos em relação ao PER, esta derrogação não poderia ser automática, carecendo sempre de controlo por parte de uma entidade independente, de preferência a CMVM.

---

<sup>159</sup> Encontramos uma solução idêntica em Espanha onde o *Real Decreto* que regula as OPAs prevê no seu art. 8.º, al. d) uma derrogação para as sociedades cuja viabilidade financeira esteja em sério e iminente perigo, *mesmo que não estejam envolvidas num processo de insolvência*, desde que a operação que originou a ultrapassagem do limiar mínimo, assegure a recuperação no longo prazo. Embora sistematicamente esta previsão esteja inserida no artigo que trata as derrogações, o legislador espanhol optou por referir que este caso concreto depende de uma decisão da *Comisión Nacional del Mercado de Valores*.

## VIII. Bibliografia

- ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, “OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento”, in *Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários*, 2013, (consultado a 10-06-2014 em [http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1378738637opa\\_obrigat%C3%B3ria\\_no\\_direito\\_portugu%C3%AAs\\_cfa.pdf](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1378738637opa_obrigat%C3%B3ria_no_direito_portugu%C3%AAs_cfa.pdf));
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, “A transmissão da empresa e seu regime jurídico” in *Revista da Faculdade de Direito da UFPR* (UFPR Law School Review), n.º 48, 2008, p. 38-85, (consultado a 27-07-2014 em <http://ojs.c3sl.ufpr.br/ojs2/index.php/direito/article/view/15742/10447>);
- BINDER, ULRIKE e PRUß, SÖREN, *Public Takeovers in Germany How to acquire a publicly listed company in Germany*, Mayer Brown, 2014, (consultado a 28-07-2014 em [http://www.mayerbrown.com/files/Publication/e05bc6f2-ee39-4410-9352-49bd22110e57/Presentation/PublicationAttachment/f5d0b2ff-3f64-49ce-9d85-8380f8b06907/Public\\_Takeovers.pdf](http://www.mayerbrown.com/files/Publication/e05bc6f2-ee39-4410-9352-49bd22110e57/Presentation/PublicationAttachment/f5d0b2ff-3f64-49ce-9d85-8380f8b06907/Public_Takeovers.pdf));
- Boletim da Justiça, Abril de 2014, n.º 15, *Estatísticas trimestrais sobre processos de falência, insolvência e recuperação de empresas e sobre processos especiais de revitalização (2007-2013)*, (consultado a 30-06-2014 em [http://www.dgpj.mj.pt/sections/siej\\_pt/destaques4485/estatisticas-trimestrais3630/downloadFile/file/Insolvencias\\_trimestral\\_20140423.pdf?nocache=1398858979.55](http://www.dgpj.mj.pt/sections/siej_pt/destaques4485/estatisticas-trimestrais3630/downloadFile/file/Insolvencias_trimestral_20140423.pdf?nocache=1398858979.55));
- BUESSEMAKER, ARNOLD E HARTMANN, UWE, *German Insolvency Law Reform (ESUG): More Creditors’ Influence, More Debt-For-Equity Swaps, More Self-Administration?*, 2011, (consultado a 22-06-2014 em <http://business-financerestructuring.weil.com/cross-border-update/german-insolvency-law-reformesug-more-creditors%E2%80%99-influence-more-debt-for-equity-swapsmore-self-administration/#axzz26HNIWNGl>);
- CÂMARA, PAULO, “O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo código dos valores mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, II, Coimbra, Almedina, 2000, p. 203-284;

- CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª Edição, Coimbra, Almedina, 2011;
- CÂMARA, PAULO/BASTOS, MIGUEL BRITO, “O direito da aquisição de empresas: uma introdução”, in *Aquisição de empresas*, coord. PAULO CÂMARA, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, p. 13-64;
- CASANOVA, NUNO SALAZAR / DINIS, DAVID SEQUEIRA, *O Processo Especial de Revitalização: Comentários aos artigos 17.º -A a 17.º -I do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2014;
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “A 13ª Directriz do Direito das Sociedades (ofertas públicas de aquisição) ” in *Revista da Ordem dos Advogados*, 64, 2004, p. 97-111, (consultado a 20-06-2014 em [http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe\\_artigo.aspx?idc=30777&idsc=45841&ida=48796](http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=45841&ida=48796));
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “Da Tomada de Sociedades (takeover): Efectivização, Valoração e Técnicas de Defesa”, in *Revista da Ordem dos Advogados* n.º 54, 1994, p. 761-777 (consultado a 27-06-2014 em <http://www.oa.pt/upl/%7B0465e24a-e154-4d0d-92ac-ba3d105d3dc6%7D.pdf> );
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “O princípio da Boa-fé e o dever de negociação em contextos de “situação económica difícil” in *II Congresso de Direito da Insolvência*, coord. CATARINA SERRA, Coimbra, Almedina, 2014, p. 11-68;
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização”, in *Revista de Direito das sociedades*, Coimbra, ano 3, n.º 4, 2011, p.927-984;
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito Europeu das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 2005;
- CORTÉS, LUÍS JAVIER, “El Mercado de Valores (II): Operaciones Y Contratos”, Lección 32, in *Lecciones de Derecho Mercantil*, coord. AURELIO MENÉNDEZ, 4ª Edição, Madrid, Thomson, 2006;
- CRISTAUDI, ANDREA, *Italy Takeover Guide*, 2013, (consultado a 05-08-2014 em [53](http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:gx-k-</a></li></ul></div><div data-bbox=)

yaYIMYJ:www.ibanet.org/Document/Default.aspx%3FDocumentUid%3D8434AD45-D36E-476F-B3A6-94B0C21F583A+&cd=1&hl=en&ct=clnk);

- CUNHA, PAULO OLAVO, “Os deveres dos gestores e dos sócios no contexto de revitalização das sociedades”, in *II Congresso da Insolvência*, Lisboa, Almedina, 2014, p. 207-234;
- EASTERBROOK, FRANK H. / FISCHER, DANIEL R., *The Economic Structure of Corporate Law*, 3rd Print, Cambridge, London, Harvard University Press, 1996;
- EDITH HOTCHKISS/ROBERT MOORADIAN, Vulture Investors and the market for control of distress firms, in *Journal of Financial Economics*, Nova York, n.º43, 1997;
- ENRIQUES, LUCA, *European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach*, FEEM Working Paper n.º 45.2010, 2010, (consultado a 03-07-2014 em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1523307](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1523307));
- EPIFÂNIO, MARIA DO ROSÁRIO, *Manual de Direito da Insolvência*, 5ª Edição, Lisboa, Almedina, 2013;
- FALCÃO, JOÃO PAULO MENEZES, “A OPA Obrigatória – Fundamentos e Regime do Novo Código dos Valores Mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume III, Coimbra, Coimbra Editora, 2001, p. 179 e ss;
- FERNANDES, LUÍS A. CARVALHO e JOÃO LABAREDA, *Código da Insolvência e Recuperação de Empresas anotado*, 2.ª Edição, Lisboa, Quid Iuris, 2013;
- FERREIRA, JULIANO, “Exceções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição” in *Direito das Sociedades em Revista*, volume 6, ano 3, Coimbra, Almedina, 2011, p. 189 e ss;
- FERREIRA, MANUEL REQUICHA, “Estado de Insolvência”, in RUI PINTO (coord.), *Estudos Direito da insolvência*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, p. 131–386;
- GÁNDARA, LUIZ FERNANDÉZ DE LA, “Cambios de control y obligación de OPA”, in *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, coord. FERNANDO RODRIGUÉZ ARTIGAS, Madrid, Editorial Aranzadi, 2006, p. 1343-1380;

- GERVEN, DIRK VAN, (edit. by) *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe*, Chapter 23 – France, by MARTIN, DIDIERG / TEZENAS DU MONTCEL, ANTOINE / BAIRD-SMITH, MAX, Cambridge University Press, 2010, (consultado a 04-07-2014 em <http://ebooks.cambridge.org/chapter.jsf?bid=CBO9780511674655&cid=CBO9780511674655A012>);
- GERVEN, DIRK VAN, (edit. by) *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe*, Chapter 24 – Italy, by GIANNI, FRANCESCO / AIELLO, ANDREA, Cambridge University Press, 2010, p. 125 e ss (consultado a 04-07-14 em <http://ebooks.cambridge.org/ebook.jsf?bid=CBO9780511674655>);
- JÚNIOR, EDUARDO SANTOS, “O plano de insolvência: algumas notas”, in: AA.VV., *Estudos em memória do Professor Doutor José Dias Marques*, Coimbra, Almedina, 2007, p. 121 a 141;
- KELLY DEPONTE, *An Overview of the Private Equity Distressed Debt and Restructuring Markets in The Guide to Distressed Debt and Turnaround Investing*, Londres, Private Equity International , 2010;
- LABAREDA, JOÃO, “Sistema de Recuperação de Empresas por via Extrajudicial”, in *I Congresso de Direito da Insolvência*, 2014, coord. CATARINA SERRA, Coimbra, Almedina, p. 63-84;
- LEITÃO, LUÍS MANUEL MENEZES, “A responsabilidade pela abertura indevida do processo especial de revitalização”, in *II Congresso da Insolvência*, Lisboa, Almedina, 2014, p. 143-151;
- LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES, *Direito da Insolvência*, 5ª Edição, Coimbra, Almedina, 2013;
- LUCA, NICOLA DE, “Prevenire e` meglio che curare. (proposte per «curare» il concordato preventivo Che non «previene»”, in *Diritto fallimentare e delle società commerciali*, annata LXXXV, n.º 1, Vol. 85, Gennaio-Febbraio 2010, p. 70-102 (consultado a 19-06-2014 em <file:///C:/Users/Mafalda/Downloads/SSRN-id1471007.pdf>);
- MARTÍN, GUILLERMO GUERRA, “La Transposición al Derecho Español de la Directiva sobre OPAs (El Proyecto de Ley, de 13 de octubre de 2006, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores)”, in *Estudios de derecho de*

- sociedades y derecho concursal: libro homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Tomo I, Madrid, Marcial Pons, 2007, p. 745 e ss;
- MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, *Valores Mobiliários, Acções*, Coimbra, Almedina, 2003;
  - MARTINS, LUÍS M., *Processo de Insolvência – Anotado e Comentado*, Reimpressão da 3.º Edição, Coimbra, Almedina, 2014;
  - MAUL, SILJA / MUFFAT-JEANDET, DANIELE / SIMON, JOËLLE (coord.), *Takeover bids in Europe: the Takeover Directive and its implementation in the Members States*, Freiburg, Memento Verlag, 2008;
  - MCCAHERY, JOSEPH A. / VERMEULEN, ERIK P. M., “The Case Against Reform of the Takeover Bids Directive”, in *European Business Law Review*, Vol. 22, Issue 5, October 2011, p. 541 e ss;
  - MENDONÇA, JORGE RIBEIRO, “A tomada de sociedade através de oferta pública de aquisição” in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, Lisboa, 2004, p.47 e ss;
  - MONTEIRO, ANTÓNIO PINTO/PINTO, PAULO MOTA, “Compra e venda de empresa: A venda de participações sociais como venda da empresa (“share deal”)", in ANDRADE, MANUEL DA COSTA/ ANTUNES, MARIA JOÃO/ SUSANA AIRES DE SOUSA (Coord.), *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Jorge Figueiredo Dias*, vol. IV, Coimbra, Coimbra Editora, 2009, p. 685-728;
  - MORGADO, ABÍLIO MANUEL DE ALMEIDA, “Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de falência — Uma Apreciação do Novo Regime”, in MINISTÉRIO DAS FINANÇAS, *Ciência e Técnica Fiscal*, n.º 370, Abril-Junho 1993, p. 51-113;
  - MUÑOZ PÉREZ/ANA FELICITAS, “El concepto amplio de concierto como presupuesto de la OPA imperativa en Derecho español”, in *Revista de Derecho de Sociedades*, Número 30, Cezur Minor, Thomson Aranzadi, Año 2008-1, p. 45 e ss;
  - NEVES, VÍTOR PEREIRA DAS, “A natureza transmissiva dos critérios de imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários”, in *Estudos comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, Coimbra, 2008, vol. II, p. 507 e ss ;

- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade – Por um Critério Unitário de Solução do “Conflito do Grupo”*, Lisboa, Almedina, 2012;
- OLIVEIRA, MADALENA PERESTRELO DE, “O Processo Especial de Revitalização: o novo CIRE” in *Revista do Direito das Sociedades* n.º IV, 2012, p. 707-726;
- OLIVEIRA, MADALENA PERESTRELO DE, *Limites da Autonomia dos Credores na Recuperação da Empresa Insolvente*, Coimbra, Almedina, 2013;
- OLIVEIRA, NUNO MANUEL PINTO, “Responsabilidade pela perda de uma chance de revitalização?”, in *II Congresso de Direito da Insolvência*, coord. CATARINA SERRA, 2014, Coimbra, Almedina, p. 153-188;
- PEREIRA, JORGE BRITO, *A OPA Obrigatória*, Lisboa, Almedina, 1998;
- PIDWELL, PEDRO, *O Processo de Insolvência e a Recuperação da Sociedade Comercial de Responsabilidade Limitada*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011;
- RESENDE, JOÃO MATTAMOUROS, “A imputação de direitos de voto no mercado de capitais”, Lisboa, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, 2007 (consultado em 23-06-2014 em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/7dd52e85ec504c3f8db72393a0b94aecDossier2.pdf>);
- SANTOS, HUGO MOREDO, *Transparência, OPA obrigatória e imputação dos Direitos de Voto*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011;
- SERRA, CATARINA, “Emendas à (lei de insolvência) portuguesa — primeiras impressões”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, Março 2012, ano 4, vol. VII, p. 97-132;
- SERRA, CATARINA, “Entre o princípio e os princípios de recuperação de empresas (um work in progress)”, in *II Congresso da Insolvência*, Lisboa, Almedina, 2014, p. 143-151;
- SERRA, CATARINA, *O Regime Português da Insolvência*, 5ª Edição, Lisboa, Almedina, 2012;
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, “Ofertas Públicas De Aquisição (Regime Europeu E Português)” in *Revista de Ciências Jurídicas e Económicas*, 2012, v. 4, p. 169-205 (consultado a 29-07-2014 em <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:iQd5kW7XmDQJ:revis>

tasistemas.com.br/index.php/systemas/article/download/58/51+&cd=1&hl=en&ct=clnk);

- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Estudos Jurídicos [Pareceres]*, Coimbra, Almedina, 2001;
- 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*, n.º 26, 2007, (consultado em 20-06-2014 em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/c20a8c9c613c43448d842c6614ca0956Dossier1.pdf>);
- SILVA, PAULA COSTA E, “A imputação dos direitos de voto na oferta pública de aquisição”, in *Jornadas sobre Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, Almedina, 2007, p. 403 e ss;
- SILVA, PAULA COSTA E, “Organismos de investimento coletivo e imputação de direitos de voto”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, 2007, p. 70-81 (consultado a 25-06-2014 em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/29022b1739f14a9e9e26ef506c6f484dDossier3.pdf>);
- SIMÕES, RUI, “Aquisição de empresas Insolventes”, in CÂMARA, PAULO (Coord.), *Aquisição de empresas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, p. 371-399;
- SMITH, CARLOS DE CÁRDENAS, *Supuestos Excluidos De La Obligación De Formular Opa Por Adquisición De Control*, (consultado a 20-06-2014 em <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/2335/documento/079ccs.pdf?id=1960>);
- VARONA, JAVIER ARIAS, “Instituciones preconsulares. Responsabilidad de administradores sociales y concurso. ¿Dónde está y hacia donde se dirige el derecho español?”, in *Rev. e-mercatoria*, vol. 10, n.º 2, julio-diciembre 2011, p. 203-235, (consultado a 29-06-2014 em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1987238](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1987238));
- VARONA, JAVIER ARIAS, *Refinancing, Debt for Equity Agreements and Takeover Bids under Spanish Law*, (consultado a 26-06-2014 em <http://eprints.ucm.es/12704/>).