



**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA**  
**ESCOLA DE LISBOA**

**A (IN)EXPLICÁVEL FALTA DE PROTEÇÃO DOS SÓCIOS  
MINORITÁRIOS AQUANDO DA DERROGAÇÃO POR FUSÃO NAS  
OPA'S OBRIGATÓRIAS**

José Tiago Teles Pita

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO EM DIREITO EMPRESARIAL  
SOB ORIENTAÇÃO DO PROFESSOR MESTRE EVARISTO MENDES**

**Faculdade de Direito | Lisboa**

2024

**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA**  
**ESCOLA DE LISBOA**

**A (IN)EXPLICÁVEL FALTA DE PROTEÇÃO DOS SÓCIOS  
MINORITÁRIOS AQUANDO DA DERROGAÇÃO POR FUSÃO NAS  
OPA'S OBRIGATÓRIAS**

José Tiago Teles Pita

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO EM DIREITO EMPRESARIAL  
SOB ORIENTAÇÃO DO PROFESSOR MESTRE EVARISTO MENDES**

**Faculdade de Direito | Lisboa**

29 de Junho de 2024

*Aos meus pais, pelo esforço e  
dedicação infundáveis.  
À Inês, pela sua paciência e apoio*

**Resumo:** A presente dissertação foca-se no regime da oferta pública de aquisição obrigatória estabelecido nos artigos 187.º e ss. do Código dos Valores Mobiliários. Após uma densificação dos pressupostos de aplicação do dever de lançamento da OPA, é feita uma análise dos fundamentos do dever de lançamento da OPA apontados pela doutrina, bem como um balanço aos princípios enunciados pela Diretiva 2004/25/CE. No seguimento, procedeu-se a uma análise dos mecanismos de afastamento do dever de lançamento da OPA obrigatória, com especial enfoque na derrogação do dever aquando da aquisição do domínio e ultrapassagem dos limiares estabelecidos no art. 187.º do CVM resultantes da fusão de sociedades. Por fim, é realizada uma análise crítica a essa mesma derrogação, com o objetivo de concluir pela conformidade – ou inconformidade – da mesma para com os objetivos da OPA obrigatória e princípios enunciados na Diretiva 2004/25/CE.

**Palavras-chave:** Oferta Pública de Aquisição Obrigatória; OPA Obrigatória; Derrogações ao dever de lançamento de OPA obrigatória; Diretiva 2004/25/CE

## **Modo de citar**

A primeira referência bibliográfica de cada obra utilizada na presente dissertação é efetuada de forma completa e com todos os elementos necessários para uma fácil identificação da mesma. Após a primeira referência, a citação incluirá apenas o nome do autor e o título abreviado da obra seguido das abreviaturas “ob.” “cit.” e da(s) página(s) a que se faz referência.

Na ausência de previsão expressa do texto legal em que se insere determinada norma, a mesma deverá ser enquadrada no Código dos Valores Mobiliários. Sempre que o texto legal seja diferente do referido *supra*, será feita a devida referência junto à norma ou em nota de rodapé.

Todas as notas ou enquadramentos efetuados pelo autor na citação de um excerto são devidamente identificadas entre parênteses retos ([...]).

Os sítios da internet mencionados ao longo da Dissertação foram consultados a 27 de junho de 2024.

O autor utiliza o Acordo Ortográfico em vigor. No entanto, as citações são fiéis à sua fonte original, podendo as mesmas estar redigidas à luz de Acordo Ortográfico anterior.

# Índice

ÍNDICE.....	6
LISTA DE ABREVIATURAS .....	7
INTRODUÇÃO.....	9
1 AS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO – EM ESPECIAL A OPA OBRIGATÓRIA.....	10
1.1 PREVISÃO LEGAL NOS TERMOS DO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS.....	10
1.1.1 <i>Fundamentos do Dever de Lançamento da OPA Obrigatória</i> .....	13
1.1.1.1 O princípio da igualdade de tratamento entre os sócios – partilha do prémio de controlo .....	15
1.1.1.2 A inexigibilidade de permanência na sociedade perante os perigos da mudança de controlo – possibilidade de saída.....	18
1.2 A DIRETIVA DAS OPA’S – DIRETIVA 2004/25/CE.....	20
2 MECANISMOS DE AFASTAMENTO DO DEVER DE LANÇAMENTO DA OPA OBRIGATÓRIA .....	22
2.1 PROVA NEGATIVA DO DOMÍNIO .....	23
2.2 SUSPENSÃO DO DEVER DE LANÇAMENTO.....	25
2.3 SUBSTITUIÇÃO NO CUMPRIMENTO DO DEVER DE LANÇAMENTO .....	26
2.4 DERROGAÇÕES DO DEVER DE LANÇAMENTO .....	27
2.4.1 <i>O “livro aberto” de derrogações permitido pela Diretiva 2004/25/CE ....</i>	29
3 DERROGAÇÃO DO DEVER DE LANÇAMENTO AQUANDO DE UMA AQUISIÇÃO DE CONTROLO ORIGINADA POR UMA FUSÃO DE SOCIEDADES .....	31
3.1 <i>RATIO LEGIS</i> .....	32
3.2 A (IN)EXPLICÁVEL FALTA DE PROTEÇÃO DOS SÓCIOS MINORITÁRIOS.....	33
3.2.1 <i>A Fusão como processo, per se, (in)suficientemente protetor</i> .....	33
3.2.2 <i>O paralelo em Direito Comparado</i> .....	38
3.2.3 <i>O favorecimento histórico da política legislativa portuguesa às fusões..</i>	41
3.2.4 <i>Uma proposta de alteração</i> .....	42
CONCLUSÃO.....	45
BIBLIOGRAFIA .....	47

## Lista de Abreviaturas

AAFDL	Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa
AG	Assembleia Geral
al.	Alínea
art./arts.	Artigo / Artigos
<i>BaFin</i>	<i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht</i>
CC	Código Civil
CdMVM	Código do Mercado dos Valores Mobiliários
Cfr.	Conferir / Conforme
Cit.	Citada
<i>City Code</i>	<i>City Code on Takeovers and Mergers</i>
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
Coord.	Coordenação de
CRP	Constituição da República Portuguesa
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM.	Código dos Valores Mobiliários
DdOPA	Diretiva das Ofertas Públicas de Aquisição – Diretiva 2004/25/CE
DL	Decreto-Lei
<i>et. al.</i>	<i>Et alii</i>
<i>Ibid.</i>	<i>Ibidem</i>
n.º	Número
Ob.	Obra
OPA/OPA's/OPAs	Oferta Pública de Aquisição/Ofertas Públicas de Aquisição
p./pp.	Página / Páginas

ROC Revisor Oficial de Contas

ss. Seguintes

*Vd.* *Vide*

Vol. Volume

## Introdução

O CVM veio estabelecer o dever de lançamento de OPA mediante a ultrapassagem dos limiares estabelecidos no n.º1 do art.187.º, ficando tal lançamento ainda dependente de um efetivo controlo sobre a sociedade visada.

Todavia, o regime português estabelecido do CVM definiu alguns mecanismos de afastamento do dever de lançamento de OPA. De entre tais mecanismos, no n.º1 do art.189.º, o legislador português - atendendo à liberdade concedida aos Estados Membros para definirem as suas próprias derrogações internas nos termos do n.º5 do art.4.º da Diretiva 2004/25/CE - veio prever quatro situações de derrogação do dever de lançamento, efetiváveis, mediante requerimento apresentado pelo interessado à CMVM, cabendo a esta autoridade de supervisão declarar a derrogação do dever.

No entanto, a mesma Diretiva estabelece que tais derrogações à OPA obrigatória só poderão ocorrer caso esteja garantida a proteção dos sócios minoritários. Nesse sentido, após uma análise dos fundamentos da OPA obrigatória e dos princípios enunciados na Diretiva, procuraremos analisar em que medida a específica derrogação da alínea c) do n.º1 do art.189.º - derrogação do dever de lançamento quando o controlo seja obtido em resultado de um processo de fusão de sociedades – vai, ou não, ao encontro de tais desígnios de proteção dos sócios minoritários que estão na génese do regime da OPA obrigatória.

Para tal análise, será indispensável analisar a *ratio* de tal derrogação, assim como o mecanismo de proteção dos sócios minoritários contemplado no processo de fusão e, ainda, procurar previsão semelhante noutros ordenamentos jurídicos. Neste caminho, investigaremos também a possibilidade de o legislador português, aquando do estabelecimento das situações de derrogação do dever, ter sido influenciado por opções político-legislativas de favorecimento das fusões, tendo, ou não, desta feita, perdido o foco daquilo que o regime da OPA obrigatória visa acautelar.

Por fim, mostrar-se-á fulcral perceber se há ou não uma efetiva falta de proteção dos sócios minoritários na derrogação *in casu* e, em caso afirmativo, averiguar se a mesma é justificável e passível de aceitação à luz dos fundamentos da OPA obrigatória e princípios da Diretiva.

# 1 As Ofertas Públicas de Aquisição – em especial a OPA Obrigatória

## 1.1 Previsão Legal nos termos do Código dos Valores Mobiliários

A OPA obrigatória é a oferta que surge por imposição legal e que se apresenta, nesse plano, como antítese à OPA voluntária. Esta última não depende de qualquer imposição legal, estando na liberdade da decisão de lançamento por parte do oferente, enquanto a primeira apresenta limitações à autonomia privada do oferente, visto não se encontrar na “livre disponibilidade do oferente, mas antes num dever imposto pela lei”<sup>1</sup>.

A OPA obrigatória, antes da previsão legal nos termos do atual CVM, encontrava previsão nos arts. 523.º e ss. do CdMVM – mais especificamente entre os arts. 527.º e 529.º<sup>2</sup>. No entanto, o enquadramento do regime nesse diploma não era feliz, pois o mesmo estava integrado na secção das disposições gerais, não havendo assim uma separação lógica e racional – como aquela que hoje ocorre - da OPA obrigatória como regime especial face às OPAs no geral<sup>3</sup>.

Antes ainda da previsão no CdMVM, e já no plano internacional, a OPA obrigatória teve como pioneiro na sua previsão o Reino Unido, ao prever a *mandatory bid rule* na *rule 9* do *City Code on Takeovers and Mergers* de 1968<sup>4</sup>. Todavia, este diploma, cuja interpretação cabe ao *Takeover Panel*<sup>5</sup>, só foi transposto para o ordenamento inglês com

---

<sup>1</sup> Cfr. HUGO MOREDO DOS SANTOS, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra Editora, 2011, p. 177.

<sup>2</sup> Para mais desenvolvimentos sobre a OPA Obrigatória no antigo CdMVM, *Vd.* JOÃO NUNO ESTACA, *Oferta Pública de Aquisição Obrigatória*, Relatório de Mestrado na Menção de Ciências Jurídico-Comerciais, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 1995, pp. 19 a 32.

<sup>3</sup> PAULO CÂMARA vem levantar a possibilidade de uma possível influência do *City Code on Takeovers and Mergers* sobre o legislador de 1991, visto que o diploma britânico também prevê o especial antes do geral (oferta obrigatória antes da oferta voluntária). O Autor afirma ainda a relação de especialidade da OPA obrigatória face as OPA no geral, demonstrando tal especialidade através dos diferentes prazos para publicação do anúncio preliminar, aplicando-se o art. 191.º e não o art. 175.º. – Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4º Edição, Lisboa, Almedina, 2018, p. 716 e 717.

<sup>4</sup> Sobre a força e natureza jurídica do *Takeover Code*, *Vd.* JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia Face ao Novo Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2000, p.105 e ss.; RAÚL VENTURA “Ofertas Públicas de Aquisição e de venda de valores mobiliários” *in* *Estudos Vários sobre sociedades Anónimas*, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, Coimbra, Almedina, 1992, p. 127; JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, Coimbra, Almedina, 1998, p. 74 e 75.

<sup>5</sup> Para mais desenvolvimentos, *Vd.* JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA (...)*, ob. cit. p.113 e ss e MANUEL JOSÉ RESENDE SEQUEIRA, “OPA obrigatória – Impacto das relações de domínio e de grupo” *in* *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI, Número 1, 2014, pp. 73 a 75 .

o *Companies Act* de 2006 e após a Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição<sup>6 7</sup>.

A OPA obrigatória surge prevista no atual CVM na Secção II, Capítulo III, Título III, nos arts. 187.º a 193.º. O art. 187.º, no seu n.º1, vem tornar claro que estará sujeito ao dever de lançamento de OPA a pessoa singular ou coletiva que, ao deter participações em sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado<sup>8</sup>, ultrapasse diretamente, ou nos termos da imputação de direitos de voto do art. 20.º<sup>9</sup>, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social dessa mesma sociedade, ficando, desde logo<sup>10</sup>, com o dever de lançar OPA sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por esta sociedade e que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição<sup>11</sup>.

---

<sup>6</sup> O *City Code on Takeovers and Mergers*, vulgarmente referido como *Takeover Code*, veio mais tarde influenciar o texto na Diretiva 2004/25/CE.

<sup>7</sup> A Diretiva 2004/25/CE será estudada adiante no Subcapítulo 1.2.

<sup>8</sup> O art. 187.º anterior à lei 99-A/2021 de 31 dezembro referia-se, no seu n.º 1, àquele “cuja participação em sociedade aberta ultrapasse(...)”. Esta mesma lei veio extinguir com o conceito de sociedade aberta, conceito esse que vinha sendo criticado pela doutrina há largos anos por ser uma previsão nacional e sem eco europeu. Para mais desenvolvimentos, *Vd.* RITA OLIVEIRA PINTO, “A extinção do estatuto da sociedade aberta” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, Almedina (Coord. CMVM), 2021, pp. 263 a 279 e JOSÉ FERREIRA GOMES *et. al.*, *Direito das Sociedades Cotadas* (Coord. José Ferreira Gomes), 2.º Edição, AAFDL Editora, 2023, pp. 35 a 64.

<sup>9</sup> O tema da imputação de direitos de voto mostra-se essencial na compreensão da OPA Obrigatória. No entanto, por questões que nos limitam, não o iremos focar neste trabalho e remetemos a sua boa compreensão para PAULA COSTA E SILVA, “A imputação dos Direitos de voto na Oferta pública de Aquisição”, in *Jornadas Sociedades Abertas, Valores mobiliários e intermediação Financeira*, (obra coletiva), Almedina, 2007, pp. 243 a 282 ; CARLOS COSTA ANDRADE e MIGUEL STROKES , “Contributo para o estudo da imputação de direitos de voto no contexto do dever de lançamento de OPA” in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários 20 anos do Código dos valores Mobiliários* (Coord.. CMVM), Almedina, 2021, pp. 61 a 93; e, mais recentemente, voltando a analisar a “dupla funcionalidade dos critérios de imputação” do art.20.º com as devidas críticas à nova redação do n.1 do art.187.º introduzida pela Lei 99-A/2021, *vd.* PAULA COSTA E SILVA, “A constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição no Direito português: a inequívoca opção por um novo paradigma”, in *VII Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2023, p.217 a 243.

<sup>10</sup> Todavia, e como referido *infra* no Capítulo 2, não há uma automaticidade cega na lei, prevendo esta um conjunto de mecanismos que permitem o afastamento deste dever de lançamento.

<sup>11</sup> Contudo, note-se que a doutrina tem vindo a discutir a natureza jurídica da OPA obrigatória, havendo discordância quanto à determinação da vinculação ao lançamento da OPA obrigatória como um simples dever jurídico, sem um correspondente direito de crédito dos investidores, ou como uma obrigação, a que corresponde tal direito. A determinar a vinculação do lançamento da OPA obrigatória como uma obrigação em sentido técnico, *vd.* ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “OPA’s obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não realização” in *Revista do Direito das Sociedades*, Ano III, Número 4, Almedina, 2011, p.973, 979, 984; e MANUEL JOSÉ RESENDE SEQUEIRA, “OPA obrigatória(...), *ob.cit.*, p.77. Por outro lado, a caracterizar a vinculação do lançamento da OPA obrigatória como sendo um dever jurídico, *vd.* PAULO CÂMARA, *Manual (...)* *ob. cit.*, pp.719 a 723 ; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência(...)*, *ob. cit.*, p. 242; JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA Obrigatória” in *Direito dos Valores Mobiliários* (obra coletiva do Instituto dos Valores Mobiliários), Volume III, Coimbra Editora, 2001, p.180, nota de rodapé (1) ; e CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, 2013, pp. 17 e ss, estudo disponível em <https://www.institutodosvaloresmobiliarios.pt/docentes>

Do disposto no n.º1 do art.187.º poderemos retirar o âmbito objetivo do dever de lançamento da OPA, culminando este na conclusão de que a oferta deverá incidir sobre a totalidade das ações e outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, não sendo, assim, limitada a que incida somente sobre ações que confirmam direito de voto. Nas palavras de PAULO CÂMARA, esta é uma demonstração do princípio da igualdade de tratamento dos titulares dos valores mobiliários, igualdade essa que não ficaria assegurada caso o dever recaísse, por exemplo, somente sobre as ações que conferem direito de voto<sup>12</sup>. Nesta medida, é possível deslumbrar, no art.187.º, o princípio da universalidade da oferta (*equal opportunity rule*), que se concretiza no que agora foi enunciado<sup>13</sup>. Além deste último princípio, sobre as OPAs obrigatórias incide ainda o princípio da generalidade da oferta (*all holders rule*), que enuncia o dever de a oferta ser dirigida a “todos os titulares dos valores mobiliários que dela são objeto”<sup>14</sup>.

Quanto ao âmbito subjetivo, o dever de lançamento incidirá sobre a pessoa singular ou coletiva que ultrapasse as fasquias de um terço ou de metade dos direitos de votos, sendo esses limiares aferidos em conjunto com a imputação dos direitos de voto do art.20.º, e na medida em que o dever não seja afastado através da demonstração da prova negativa do domínio ou de algum outro mecanismo de afastamento do dever de lançamento.

Ao contrário do “duplo papel” que a OPA obrigatória tinha nas suas anteriores previsões no ordenamento português, no Código das Sociedade Comerciais de 1986 e no antigo CdMVM – 1) alcançar determinada percentagem do capital social ou adquirir o controlo da sociedade (OPA Obrigatória *a priori*); 2) ou como consequência de ter sido alcançado o domínio da sociedade (OPA *a posteriori*) -, o CVM veio reformular esse “duplo papel” tornando-o em apenas um, o de “legitimar, *a posteriori*, uma mudança de controlo” da sociedade que surge devido ao facto de esse controlo ter sido alcançado<sup>15</sup>.

Adiante-se que os pressupostos para o regime da OPA obrigatória têm uma dimensão formal e material. O pressuposto formal passará pela ultrapassagem dos limiares estabelecidos no nº1 do art.187.º, ao passo que o pressuposto material incidirá sobre a efetiva aquisição ou mudança de controlo.

---

<sup>12</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, Manual (...) *ob. cit.*, p. 729.

<sup>13</sup> *Ibid.* p.731.

<sup>14</sup> *Ibid.* p. 728.

<sup>15</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, Transparência(...) *ob. cit.*, p. 241.

Por fim, e antes de abordarmos os fundamentos do dever de lançamento – matéria essencial para as conclusões a que nos propomos -, importa realçar que a compreensão da delimitação do regime da OPA Obrigatória não se pode cingir ao art.187.º, sendo necessária uma articulação “em especial [com] o art.188.º e o art. 191.º”. Através desta articulação, como nos diz HUGO MOREDO SANTOS, é possível delimitar o sujeito passivo do dever (n.º1 do art.187.º e art.191.º); o facto que determina a constituição do dever de lançamento (art. 187.º); o conteúdo do dever (nomeadamente a contrapartida, art.188.º); quando é que o dever deverá ser cumprido (n.º1 do art.191.º); e , por fim, os destinatários da oferta obrigatória (n.º1 do art.173.º e n.º1 do art. 187.º)<sup>16</sup>. De igual forma, como se mostrará adiante, todos os mecanismos - reais ou aparentes - de afastamento do dever de lançamento (n.º2 do art. 187.º, art. 190.º, n.º2 do art.191.º e art.189.º) são também essenciais na compreensão do regime.

### **1.1.1 Fundamentos do Dever de Lançamento da OPA Obrigatória**

Num plano geral, o dever de lançamento da OPA procura proteger os sócios minoritários aquando da ultrapassagem dos limiares de direitos de voto do n.º1 do art.187.º – diretamente ou nos termos do art.20.º - por parte de uma pessoa singular ou coletiva, quando tal ultrapassagem se traduza num efetivo domínio da sociedade<sup>17</sup>. Com esta proteção, os sócios minoritários não ficam “presos” e sem a possibilidade de abandonar a sociedade a um preço justo no seguimento de uma alteração tão significativa como o é a mudança de controlo. Todavia, note-se que o domínio da sociedade terá de ser aferido em conjunto com os limiares de direitos de voto do art. 187.º, na medida em que “mesmo que o acionista consiga dominar a sociedade com uma ínfima percentagem de direitos de voto, não ficará obrigado a lançar oferta pública de aquisição sobre a sociedade que de facto domina”<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência(...)* *ob. cit.*, pp.242 a 244.

<sup>17</sup> PAULA COSTA E SILVA diz que haverá domínio sobre uma sociedade “sempre que esta puder ser influenciada por alguém ou sempre que alguém possa ter uma posição preponderante na sociedade”, na medida em que “disponha de meios que lhe permitam exercer uma influência decisiva na vida de uma sociedade aberta, isto é, na formação da vontade juridicamente relevante dessa sociedade”.- Cfr. PAULA COSTA E SILVA, “A constituição(...)”, *ob. cit.* pp. 228 e 229.

<sup>18</sup> PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta, domínio e influência dominante” in *Direito dos Valores Mobiliários* (obra coletiva do Instituto dos Valores Mobiliários), Volume VIII, Coimbra Editora, 2008, p. 559.

Do enunciado *supra*, e a nosso ver, é possível retirar um fundamento geral do dever de lançamento da OPA – a proteção dos sócios minoritários e do mercado - antes mesmo de explorar outros dois fundamentos mais específicos e frequentemente apontados pela doutrina – a igualdade de tratamento entre os sócios demonstrada na partilha do prémio de controlo; e a inexigibilidade de permanência na sociedade perante os perigos do controlo.

A mudança de controlo pode trazer profundas mudanças no seio da vida societária, por envolver possíveis mudanças estratégicas, uma possível mudança de administração, etc., afetando, principalmente, os sócios minoritários, que podem não confiar no novo sócio dominante ou ter receios quanto a este e, inclusive, podem sofrer uma desvalorização da sua participação, na medida em que a liquidez da mesma venha a diminuir por ter sido estabelecido um domínio da sociedade por um outro acionista<sup>19</sup>. É neste fundamento que o dever de lançamento da OPA essencialmente se baseia e orienta - a proteção dos sócios minoritários -, na medida em que estes passam a ser partes “fracas” após a transmissão ou aquisição do controlo<sup>20</sup>, por outro acionista ou terceiro não acionista, e que, por consequência, necessitam de um regime específico de proteção.

Complementarmente, está também em jogo a proteção do mercado em conjunto com a proteção dos sócios minoritários. Repare-se que o mercado, aqui o mercado de valores mobiliários, vive de ligações e interações entre os seus vários agentes, pelo que os desequilíbrios que venham a emergir, designadamente no plano societário, tendem a trazer ao de cima a desconfiança e vontade de desinvestimento desses investidores em relação a esse mercado. Surge uma necessidade de garantir a estabilidade e a segurança dos investidores e dos seus fundos numa situação de mudança de controlo<sup>21</sup>, de forma a

---

<sup>19</sup> É certo que nem todos os acionistas procuram uma vida ativa na sociedade, ou seja, nem todos procuram deter participações sociais com o objetivo de interferir nas decisões societárias. No entanto, e mesmo que muitos detenham, ou pretendam deter, participações sociais somente para benefício económico, parece-nos lógico haver uma forte possibilidade de descida da liquidez das participações do sócio minoritário aquando da constituição de um controlo por parte de outro acionista. Assim, nenhum agente do mercado com intenções de exercer um papel ativo numa determinada sociedade procurará adquirir ações a um sócio minoritário, na medida em que essa aquisição nada servirá aos interesses desse mesmo agente.

<sup>20</sup> Neste sentido, ao afirmar que “a aquisição do controlo ou mudança de controlo é o substrato essencial e estruturante do instituto da OPA obrigatória” *vd.* MANUEL REQUICHA FERREIRA, *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*, Almedina, 2015, pp. 306 e 307.

<sup>21</sup> Note-se que a mudança de controlo poderá não ser prejudicial para os sócios minoritários, na medida em que o novo sócio controlador poderá procurar acrescentar valor à sociedade, beneficiando assim os minoritários. No entanto, e a nosso ver, o sistema não pode ficar no “limbo” de proteger, ou não, os sócios minoritários conforme sejam as intenções do novo sócio controlador – sejam elas orientadas por benefícios privados ou pelo benefício societário geral. Assim, o regime da OPA obrigatório é exigido por lei e dá oportunidade aos sócios minoritários de saírem da sociedade por um preço justo, independentemente das intenções do novo controlo. Em sentido oposto, há quem defenda que o dever de lançamento só deveria surgir após se constatar intenções fraudulentas por parte do novo controlador.

garantir que não há uma aversão em massa ao investimento com receio de que essa mudança ocorra sem a devida proteção<sup>22</sup>. A proteção da transparência do mercado também costuma ser apontada pela doutrina como fundamento da OPA obrigatória, tutelando esta “interesses difusos, evitando fraudes à lei e prevendo processos de aquisição parciais especulativos”<sup>23</sup>.

Apontada a proteção dos sócios minoritários e do mercado como fundamento geral do dever de lançamento de OPA, cumpre agora densificar outros dois fundamentos habitualmente enunciados pela doutrina e que podem ser extraídos deste fundamento geral.

#### **1.1.1.1 O princípio da igualdade de tratamento entre os sócios – partilha do prémio de controlo**

Um dos fundamentos da OPA obrigatória que é amplamente apontado por grande parte da doutrina – e a nosso ver bem - é o da partilha do prémio de controlo, fundamento esse que assenta no princípio da igualdade de tratamento entre os sócios e que visa “assegurar a igualdade entre os sócios nas transações de controlo” através da partilha desse mesmo prémio pelos minoritários<sup>24</sup>.

O prémio de controlo poderá ser definido como “a diferença positiva de preço relativamente ao que seria de pagar pela mera soma dos valores das ações individualmente consideradas que integram a posição de controlo”<sup>25</sup>, sendo, em termos simplistas, o valor pago acima do valor de mercado dessas ações e cujo pagamento sobrevalorizado é justificado pela aquisição de uma posição de controlo por parte do comprador que lhe permite “exercer a direção da sociedade e gerir diretamente o seu investimento, conservando o domínio sobre o mesmo”<sup>26</sup>. No fundo, o novo controlador opta por pagar um preço mais elevado de forma a obter o controlo, tomando tal decisão na medida em

---

<sup>22</sup> Sobre o papel que a proteção dos investidores tem na determinação da eficiência do mercado, *vd.* ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume I, Almedina, 2015, pp. 251 e 252.

<sup>23</sup> Cfr. MANUEL JOSÉ RESENDE SEQUEIRA, “OPA obrigatória(...)”, *ob.cit* p. 72.

<sup>24</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “OPA obrigatória e controlo indireto” *in* *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV, Número 3, Almedina, 2012, p. 597.

<sup>25</sup> Cfr. JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA (...)” *in* *Direito dos (...)*, *ob. cit.* p.193.

<sup>26</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “OPA (...)” *in* *Revista (...)*, *ob. cit.*, p. 597.

que espera obter com o controlo uma valorização da sua participação e um “aproveitamento mais rentável dos recursos da empresa adquirida”<sup>27</sup>.

Da definição apresentada, poderia emergir a ideia de que os sócios alienantes que vendem e concedem o controlo ao novo acionista controlador beneficiariam exclusivamente do prémio de controlo, tendo em conta que são aqueles que concedem esse controlo ao alienarem as suas participações. No entanto, e embora não seja uma posição consensual na doutrina<sup>28</sup>, o preceito da contrapartida da OPA obrigatória no art.188.º é claro, a nosso ver, ao prever que a contrapartida mínima não poderá ser inferior ao maior preço pago pelo oferente, ou por pessoa relacionada a este nos termos do n.º1 do art.20.º, nos seis meses imediatamente anteriores à data de publicação do anúncio preliminar da oferta. Assim, esse preceito vem prever que, caso tenha existido um prémio de controlo pago aos acionistas alienantes que permitiu a aquisição do controlo, seja pago aos acionistas minoritários igual valor pelas suas participações minoritárias, havendo desta forma uma partilha do prémio de controlo<sup>29</sup>. Note-se que, neste sentido, o ponto 12 do preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, que aprovou o “novo” Código dos Valores Mobiliários, veio estabelecer que “O regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias assenta na ideia geral de que os benefícios da aquisição de domínio sobre uma sociedade aberta [leia-se, de forma atualista, “(...) sobre uma sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado] devem ser compartilhados pelos acionistas minoritários”<sup>30</sup>.

Além de não haver consenso na doutrina nacional quanto à partilha do prémio de controlo, importa realçar que a posição de não concordar com a partilha do prémio por todos os sócios minoritários vai ao encontro do que acontece no ordenamento jurídico dos Estados Unidos da América, em contraponto com o que acontece nos EM da União Europeia. Nos Estados Unidos da América, os acionistas que alienam o domínio recebem

---

<sup>27</sup> Cfr. JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA (...)” in Direito dos (...), *ob. cit.* p.193.

<sup>28</sup> No sentido de não concordar com a distribuição do prémio de controlo ao afirmar que esse mesmo prémio é um bem pertencente ao acionista maioritário e não um bem pertencente à sociedade (*corporate asset theory of control*), Vd. CARLOS OSÓRIO CASTRO (*et. al.*) “Os casos de Obrigatoriedade do Lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição”, in Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários, Edifisco, 1992, pp. 14 e 15.

<sup>29</sup> Todavia, como afirma HUGO MOREDO SANTOS, repare-se que a partilha do prémio de controlo como fundamento da OPA Obrigatória só valerá nas situações em que o valor da contrapartida “é superior àquele que um acionista minoritário obterá através da venda das suas ações no mercado”, mas não valerá nas situações em que o valor pago aos alienantes da posição de controlo não seja um valor equitativo, tendo em algumas situações de se recorrer a uma avaliação independente. Para mais desenvolvimentos, vd. HUGO MOREDO SANTOS, Transparência(...), *ob. cit.*, pp. 201 e 202.

<sup>30</sup> Vd. DIOGO TAVARES, “Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA” in Direito das Sociedades em Revista, Ano 7, Vol. 13, Almedina, 2015, p.268.

o prémio de controlo e não surge o dever de o novo controlador propor a aquisição dos valores mobiliários aos restantes sócios dessa sociedade. Nesta situação, mesmo que o novo controlador queira adquirir os valores mobiliários dos sócios minoritários, este poderá fazê-lo nos termos e condições que achar mais benéficas, não havendo uma previsão legal que defina em que termos e condições tem de surgir a oferta. A este sistema, JORGE BRITO PEREIRA apelida de “*market rule system*” ou “*private negotiation rule system*”<sup>31</sup>.

Por outro lado, e no apoio à partilha do prémio de controlo como fundamento da OPA obrigatória, os países europeus sobre os quais incide a Diretiva 2004/25/CE apresentam um sistema designado de “*sharing rule system*”. Neste sistema, o sócio que adquire o controlo da sociedade visada “*must offer to purchase the shares of all other shareholders under the same terms and conditions*”<sup>32</sup>.

Em resumo, através da exigência da partilha do prémio de controlo presente na OPA obrigatória, pretende-se evitar que, “ao abrigo da autonomia privada, sejam realizadas operações de tomada de posição privilegiadas ou de controlo de sociedades, mediante recurso à negociação particular e direta com uma parte dos seus acionistas, por valores superiores aos do mercado”<sup>33</sup>, não havendo, posteriormente, uma partilha desse prémio de controlo para com os sócios minoritários.

Por fim, como esclarece ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, o fundamento da partilha do prémio de controlo - estabelecido com base no princípio da igualdade de tratamento entre os sócios - é um fundamento do dever de lançamento da OPA obrigatória, não podendo ser admitido, “a partir desta regra”, uma extração de um princípio geral de igualdade de tratamento dos sócios fora do “quadro do quadro do art. 187.”<sup>34 35</sup>.

---

<sup>31</sup> Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, “The Dark Triad: Private Benefits of Control, Voting Caps and the Mandatory Takeover Rule” in DePaul Business & Commercial Law Journal, Vol. 20, Number Fall and Winter 2021-2022, disponível em <https://via.library.depaul.edu/bclj/vol20/iss1/>, p.18.

<sup>32</sup> *Ibid.* p.19.

<sup>33</sup> Cfr. JOÃO CALVÃO DA SILVA, Estudos Jurídicos (Pareceres), Almedina, 2001, p.96.

<sup>34</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “OPA (...)” in Revista (...), ob. cit., pp. 598 e 600.

<sup>35</sup> Neste sentido, a resposta à primeira e segunda questão prejudicial do Acórdão do Tribunal de Justiça da União Europeia, Processo C-101/08, de 15 de outubro de 2009, Audiolux AS e o. (contra) Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) e o. Bertelsmann AG e o., pp. I-9879 e ss., disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX%3A62008CJ0101>. Para uma análise do Acórdão, vd. GUSTAVO DE SOUSA BOTELHO, O Direito de Exoneração do Acionista Minoritário – A saída da sociedade cotada após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas, Almedina, 2014, pp.75 a 109.

### 1.1.1.2 A inexigibilidade de permanência na sociedade perante os perigos da mudança de controlo – possibilidade de saída

Concomitantemente à partilha do prémio de controlo como fundamento do dever de lançamento de OPA, a doutrina aponta, de igual forma, a possibilidade de saída dos sócios como um outro fundamento.

Como vimos anteriormente, o dever de lançamento surgirá, de igual forma, tanto nas situações em que surge um panorama de controlo numa sociedade sem “controles anteriores” – *ex novo* -, como também nas situações em que há uma mudança do controlo da sociedade já existente antes da mudança – *change in control*<sup>36</sup>. Repare-se que em ambas as situações, no novo surgimento e na mudança de controlo, existe a suscetibilidade de se “produzir [um] impacto de tal ordem relevante na posição dos sócios da sociedade controlada que poderá justificar-se o seu direito de saída da sociedade”<sup>37</sup>

No entanto, seria errado, por um lado, afirmar que o surgimento ou mudança de controlo se traduz num fenómeno necessariamente prejudicial para os sócios minoritários. Com efeito, a mudança de controlo pode traduzir-se numa evolução positiva do valor da sociedade, beneficiando dessa situação o sócio controlador, mas também os sócios minoritários. Por outro lado, seria igualmente errado afirmar que tal fenómeno seria necessariamente benéfico para os sócios minoritários. Veja-se que a mudança de controlo poderá traduzir-se, desde logo, numa incerteza dos sócios minoritários para com o novo controlador e para com a possível nova administração nomeada por este, havendo uma incerteza constante no referente ao rumo da sociedade. Além disso, a aquisição de controlo pode reduzir a liquidez das ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e, conseqüentemente, “seguir-se a respetiva perda de valor de mercado suscitada pela falta de interessados em adquirir ações representativas do capital de uma sociedade controlada”<sup>38</sup>. Do outro lado, a mudança de controlo poderia traduzir-se numa

---

<sup>36</sup> As situações *change in control* poderão levantar a questão de perceber como foi possível já existir um controlo anterior na sociedade se existe o regime das OPAs obrigatórias. Para compreender tal possibilidade, imagine-se, por exemplo, uma posição de controlo cujo dever de lançamento foi derogado à luz do previsto no art.189.º. Nesses termos, será possível haver uma posição de controlo anterior “legitimada” e sem necessidade do dever de lançamento.

<sup>37</sup> Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “OPA (...)”, *ob. cit.*, p. 600.

<sup>38</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência(...)*, *ob. cit.*, p. 208.

evolução do valor da sociedade, beneficiando dessa situação o sócio controlador, mas também os sócios minoritários.

Na mesma linha de raciocínio, poderão, por um lado, existir sócios minoritários na sociedade que apenas querem fazer render as suas poupanças, não estando preocupados com a mudança da administração<sup>39</sup>. Mas, por outro lado, poderão também existir sócios minoritários com reais interesses e preocupações em relação ao controlo e à sua mudança.

Com isto, o que se pretende afirmar é a ideia de que, independentemente dos hipotéticos benefícios/prejuízos ou ainda dos interesses pessoais de cada sócio, o sistema não pode ficar dependente de motivações, surgindo a necessidade de ser concedida a possibilidade de saída aos sócios minoritários nos mesmos termos a que foi dada aos sócios alienantes do controlo ou das ações que permitiram a aquisição deste. No fundo, é dada uma oportunidade aos acionistas minoritários de “[aderirem] ao projeto controlador, permanecendo na sociedade, ou [de] deslocar os seus capitais para outros investimentos”<sup>40</sup>, evitando assim que estes fiquem “presos” e “reféns” de um novo acionista controlador que poderá ser benéfico ou prejudicial, atendendo ao risco de este vir a “alterar radicalmente o rumo da gestão da sociedade ou, simplesmente, retirar benefícios particulares da aquisição em detrimento dos restantes acionistas”<sup>41</sup>. Nas palavras de MENEZES CORDEIRO, ao haver OPA Obrigatória “(...)eles terão [entenda-se, os sócios minoritários], por igual, a possibilidade de alienar ações, desprendendo-se – ou podendo fazê-lo – duma sociedade que já não lhes interessa mais”<sup>42</sup>. Por fim, e na nossa perspetiva, o instituto da OPA obrigatória fundamenta-se na ideia de haver uma saída e na possibilidade de usufruir dessa mesma saída, ficando na livre decisão de cada sócio minoritário sair ou permanecer na sociedade.

---

<sup>39</sup> Neste sentido, ao apresentar que “o pequeno acionista que investe em ações para procurar uma aplicação rentável para as suas poupanças (...) não fica com as expectativas do seu investimento afetadas pela mudança de controlo” *vd.* JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA (...)”, *ob. cit.*, pp. 195 e 196

<sup>40</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência(...)*, *ob. cit.*, p. 208

<sup>41</sup> Cfr. MIGUEL RODRIGUES LEAL e MIGUEL STOKES, “A prova negativa do domínio no regime português da OPA Obrigatória” in *Direito das Sociedade em Revista*, Ano 10, Vol.20, Almedina,2018, p.129

<sup>42</sup> Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Ofertas Públicas de Aquisição” in *AAVV, Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997, p. 279

## 1.2 A Diretiva das OPA's – Diretiva 2004/25/CE

A Diretiva 2004/25/CE teve, como anteriormente referido, um forte pendor e inspiração no *City Code* britânico. No entanto, e apesar de tal inspiração durante os trabalhos preparatórios, a DdOPA “foi produto de um longo processo negocial” até chegar à sua aprovação<sup>43</sup>, remontando os seus primeiros trabalhos a 1974, ano em que foi dirigido à Comissão Europeia o *report on takeovers and other bids – Pennington Report*, como ficou conhecido - elaborado por ROBERT PENNINGTON<sup>44</sup> <sup>45</sup>. Este longo processo de harmonização das OPAs a nível europeu encontrou justificação naquela que era a diversidade de visões dos Estados Membros quanto às OPAs, nomeadamente o Reino Unido – pioneiro na regulamentação das OPAs – e a Alemanha e Países Baixos – “países que eram hostis a OPAs”<sup>46</sup>. No Reino Unido, prevalecia uma perspetiva contratualista que assumia o objetivo da sociedade como sendo o da otimização do lucro dos sócios e onde “qualquer regulamentação das OPA [deveria] procurar proteger os interesses de todos os acionistas, com especial atenção para os minoritários”. Já do lado germânico, emanava uma perspetiva institucionalista da sociedade que defendia uma tutela e defesa de interesses além dos interesses dos acionistas, “ou seja, estes [deveriam] ser contrabalançados com os interesses da sociedade”<sup>47</sup>.

Após algumas décadas de discussão e alteração aos trabalhos de harmonização<sup>48</sup>, só a 21 de Abril de 2004 é que foi possível reunir o consenso de todos os Estado Membros quanto a uma harmonização Europeia incidente sobre as OPA, tendo, assim, nessa mesma

---

<sup>43</sup> Cfr. ANA SÁ COUTO, “Breve Comentário à Transposição da Diretiva das OPA” in Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários, N.º25, dezembro de 2006, p.1, disponível em <https://www.emvm.pt/PInstitucional/Content?Input=FD75F2AFC8865F370923C2A1457A2D799050E0965338E9C35D40DA101BA76E1D>

<sup>44</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência(...)* ob. cit., pp. 217 e 218. Vd. BLANAID CLARKE “The role of employees in the Takeover Bids Directive” in *Takeovers with or without worker voice: workers’ rights under the EU Takeover Bids Directive*, Bruxelas, ETUI, 2016, pp. 33 a 36, disponível em <https://www.etui.org/publications/books/takeovers-with-or-without-worker-voice-workers-rights-under-the-eu-takeover-bids-directive>

<sup>45</sup> ROBERT PENNINGTON, “Report on takeover and other bids”, 1974, disponível em <https://aei.pitt.edu/33743/>

<sup>46</sup> Cfr. KLAUS J. HOPT, “A Harmonização do Regime das Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) na Europa” in *Direito dos Valores Mobiliários* (obra coletiva do Instituto dos Valores Mobiliários), Volume V, Coimbra Editora, 2004, p.216.

<sup>47</sup> Cfr. JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA(...)*, ob. cit. p.198. Para mais desenvolvimentos quanto ao demorado processo de harmonização das OPA no Direito Europeu e focando-se nas divergências do sistema britânico face o sistema da Alemanha, Vd. JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA(...)*, ob. cit. pp. 37 a 54, pp. 104 a 142 e pp. 197 a 222.

<sup>48</sup> Para uma cronologia detalhada dos trabalhos de harmonização europeia em matéria de OPAs até à aprovação da Diretiva, Vd. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência(...)* ob. cit., pp. 217 a 222.

data, sido aprovada a Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho que veio “assegurar a igualdade das regras do jogo vigentes na Comunidade Europeia em matéria de OPA’s”<sup>49</sup>, ou seja, veio introduzir um *level playing-field*.

O n.º1 do art.3.º da DdOPA veio enunciar os vários princípios gerais presentes na diretiva<sup>50</sup>, sendo de realçar, para o nosso estudo, o previsto na alínea a) que enuncia um princípio da igualdade “com duas facetas”, prevendo, assim, uma igualdade de tratamento para todos os titulares de valores mobiliários e ainda uma proteção aos titulares de valores mobiliários minoritários aquando de uma aquisição/modificação do controlo da sociedade. Note-se que estes princípios foram definidos na Diretiva como um *minimum*, cabendo aos Estados Membros, de acordo com o previsto na alínea a) do n.º2 do mesmo artigo, assegurar o cumprimento dos requisitos mínimos previstos na diretiva e, segundo a alínea b), querendo, “ir mais além, estabelecendo condições adicionais e disposições mais restritivas”<sup>51</sup>.

Ainda antes do princípio geral enunciado, no considerando (9), é possível constatar precisamente a exigência de proteção dos titulares de valores mobiliários – em especial os minoritários – mediante uma aquisição/mudança de controlo da sociedade, concretizando ainda que os Estados Membros alcançarão essa proteção dos titulares de valores mobiliários através da imposição do dever de lançamento de OPA sobre quem adquiriu o controlo, devendo, este último, pagar um preço equitativo a quem decida alienar tais valores mobiliários.

Tanto o princípio geral da igualdade, previsto na alínea a) do n.º1 do art.3.º, como o considerando (9), encontram a sua manifestação e regulação no art. 5.º. O art.5.º é denso, ficando no essencial resumido, no seu n.º1, à ideia de que “sempre que uma pessoa singular ou coletiva (...) venha a deter valores mobiliários de uma sociedade (...) que (...) lhe confirmam direta ou indiretamente uma determinada percentagem (...), permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta com o fim de proteger os acionistas minoritários dessa sociedade”. No entanto, repara-se que a percentagem de direitos de voto cuja ultrapassagem faz surgir o dever de lançamento da OPA, bem como a fórmula do seu cálculo, ficou, à luz do n.º3 do

---

<sup>49</sup> DÁRIO MOURA VICENTE, “Ofertas públicas de aquisição internacionais” in *Direito dos Valores Mobiliários* (obra coletiva do Instituto dos Valores Mobiliários), Volume VII, Coimbra Editora, 2007, p.476.

<sup>50</sup> Neste subcapítulo, as disposições legais mencionadas serão referentes à DdOPA.

<sup>51</sup> Para percorrer a nomenclatura atribuída por Menezes Cordeiro aos 6 princípios enunciados no n.1 do art.3º da DdOPA, *Vd*, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu das Sociedades*, Almedina, 2005, pp. 522 e 523.

art. 5.º, na disposição dos Estados Membros. Esta previsão poderá ser encarada como um dos “traumas” que permaneceram na versão final da DdOPA e que tiveram origem no longo processo de harmonização, tendo sido este “um dos temas que mais problemática suscitou”<sup>52</sup>, devido às diferentes percentagens nas legislações internas dos Estados Membros.

Por fim, e acompanhando a harmonização mínima da Diretiva referida anteriormente, cumpre realçar um tema que voltaremos adiante e que enunciaremos agora em traços gerais, o previsto na segunda parte do n.º5 do art. 4.º. Nesta disposição, a DdOPA veio prever um “livro aberto” de derrogações ao dever de lançamento da OPA que podem ser estabelecidas pelos Estados Membros, desde que - e cumprindo dar realce ao que se segue - os princípios gerais do n.º1 do art.3.º sejam cumpridos.

## **2 Mecanismos de afastamento do dever de lançamento da OPA Obrigatória**

Como vimos anteriormente, o surgimento do dever de lançamento da OPA Obrigatória assenta num pressuposto formal – a ultrapassagem dos limiares estabelecidos no n.º1 do art.187.º - e num pressuposto material – a aquisição do controlo da sociedade. No entanto, e porque o pressuposto formal “é mera peneira que intenta apreender nas circunstâncias de facto um verdadeiro pressuposto material originário – a aquisição de controlo –, que de outra forma se revelaria inoperante, situações haverá em que, uma vez verificado o primeiro, não se demonstra verificado o segundo”<sup>53 54</sup>. É esta também a conclusão que se pode extrair do art. 5.º da DdoPA, a ideia de que a ultrapassagem dos limiares estabelecidos pelos Estados Membros para que surja o dever de lançamento da OPA é

---

<sup>52</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência(...)* *ob. cit.*, p. 229. Neste sentido, e fazendo uma análise daquilo que identifica como as “deficiências da diretiva”, *Vd.* THOMAS PAPADOPOULOS, “The Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and their Deficiencies” in *Law and Financial Markets Review-LFMR*, Vol.1, N.6, 2007, pp. 526 a 528, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1088894>

<sup>53</sup> Cfr. JULIANO FERREIRA, “Exceções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição” in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 3, Vol. 6, Almedina,2011, p.190. Também neste sentido, afirmando que a lei determina o dever de lançamento com a ultrapassagem de certas fasquias, mas que “o cumprimento dessa obrigação é inexigível se não verificado o pressuposto substantivo *exercício de influência dominante*”, *vd.* PAULA COSTA E SILVA, “A constituição(...)”, *ob.cit.*p.221.

<sup>54</sup> O oposto também poderá ocorrer, na medida em que o pressuposto material se verifica e os limiares do pressuposto formal não se encontram ultrapassados, não surgindo, nesse caso, o dever de lançamento de OPA – Cfr. PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade (...)” *ob. cit.* p.559.

necessário, mas não suficiente, para dar origem a esse dever, sendo, assim, verdadeiramente decisivo a aquisição de controlo da sociedade visada por parte de quem ultrapassa tais limiares.

Assim, o legislador português, integrando o previsto na Diretiva, não se cingiu a estabelecer apenas limiares cuja ultrapassagem determinaria o dever de lançamento de OPA, “preocupando-se igualmente com a posição jurídica dos sujeitos detentores de participações (...) elevadas que, no entanto, não detêm, de facto, o controlo da sociedade, ou que as adquiriam por uma forma para cuja legitimação não é exigível a imposição daquele dever”<sup>55</sup>.

Durante o presente capítulo, procuraremos percorrer, ainda que superficialmente, os quatro institutos de exclusão, real ou aparente, do dever de lançamento previstos no CVM – a prova negativa do domínio; a suspensão; a substituição; e as interrogações.

## 2.1 Prova negativa do domínio

Como vimos anteriormente, a DdOPA, “concretizando uma exigência do princípio da subsidiariedade”<sup>56</sup>, deu liberdade aos Estados Membros para que estes definissem internamente os limiares cuja ultrapassagem resultaria no dever de lançamento da OPA, tendo Portugal definido esses mesmos limiares em um terço e em metade dos direitos de voto – n.º1 do art.187.º. No entanto, através de uma análise a essa mesma Diretiva, em especial ao art.5.º e ao considerando (9), é possível concluir que a ultrapassagem desses limiares quantitativos não deve ser suficiente para que surja o dever de lançamento, devendo antes esse lançamento estar orientado por um outro critério decisivo, um critério qualitativo - a tomada de controlo da sociedade visada<sup>57</sup>.

Neste seguimento, o CVM prevê, no n.º2 do art. 187.º, que “não é exigível o lançamento da oferta quando a pessoa que a ela estaria obrigada [por ter ultrapassado os limiares do n.º1] prove perante a CMVM não poder exercer influência dominante sobre a sociedade visada”<sup>58</sup> <sup>59</sup>. Do atual preceito podemos retirar a conclusão de que a

---

<sup>55</sup> Cfr. JULIANO FERREIRA, “Exceções (...)”, *ob. cit.* p. 202.

<sup>56</sup> MIGUEL RODRIGUES LEAL E MIGUEL STROKES, “A prova (...)”, *ob. cit.*, p.126.

<sup>57</sup> *Vd. Ibid.* p.130.

<sup>58</sup> Portugal não “bebeu” da DdOPA neste aspeto, na medida em que já vigorava no Direito Português, ainda que em moldes diferentes, a previsão da prova negativa do domínio, *vd. Ibid.* p.131.

<sup>59</sup> Como exemplo de prova negativa do domínio, veja-se “o caso do aumento da participação qualificada do CaixaBank, S.A. no banco BPI, S.A. em 2012, de 30,1% para 48,97%, em 2012, no contexto do qual a

ultrapassagem do limiar de um terço e do limiar de metade dos direitos de voto são presunções ilidíveis - *iuris tantum* – do controlo da sociedade visada, havendo a possibilidade de prova negativa do domínio por parte daquele que estaria obrigado ao lançamento devido à ultrapassagem de qualquer dos limiares<sup>60</sup>. No entanto, importa realçar que, antes da inovação feita pela Lei 99-A/2021 de 31 de dezembro<sup>61</sup>, o n.º 2 do art.187.º não era claro e dava a entender apenas a possibilidade da prova negativa do domínio “quando, ultrapassado o limite de um terço, a pessoa que a ele estaria obrigada [provasse] perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com esta em relação de grupo”, ficando a ideia de que o limiar de metade dos direitos de voto, quando ultrapassado, consubstanciava uma presunção inilidível de domínio da sociedade – *iuris et de iure* - não havendo lugar a uma prova em contrário<sup>62</sup>. A nosso ver, a alteração efetuada pela Lei 99-A/2021, de 31 de dezembro, ao texto do n.º 2 do art. 187.º foi acertada, visto ter aproximado a letra da lei do atual CVM ao espírito empregue no art.5.º da DdOPA, permitindo a prova negativa do domínio independentemente do limiar ultrapassado ser o de um terço ou metade dos direitos de voto. Esta alteração veio clarificar as dúvidas existentes e fez com que viesse a prevalecer o critério qualitativo – o efetivo domínio da sociedade visada – face a um critério meramente quantitativo – uma ultrapassagem de um limiar de metade dos direitos de voto que não poderia ser assumido “cegamente” como presunção inilidível.

---

CMVM, na sequência de requerimento dirigido pelo CaixaBank, S.A., considerou ter sido feita prova negativa do domínio”. Para um resumo do que levou a uma decisão favorável do requerimento de prova negativa do domínio por parte da CMVM, *Vd.* CARLOS COSTA ANDRADE e MIGUEL STROKES, “Contributo para o (...)”, *ob. cit.*, pp. 263 a 279.

<sup>60</sup> Sobre as alterações no n.º 2 do art.187.º provocadas pela Lei n.º99-A/2021, *vd.* PAULA COSTA E SILVA, “A constituição(...)”, *ob.cit.*p.221.

<sup>61</sup> A Lei 99/A/2021, de 31 de dezembro, não foi apenas uma alteração ao CVM, tendo sido uma “revisão geral” onde “os princípios estratégicos da reforma terão sido: maior alinhamento com as diretivas europeias e harmonização com soluções vigentes em outras jurisdições europeias” – para mais desenvolvimentos, *vd.* JORGE BRITO PEREIRA, “A revisão do Código dos Valores Mobiliários e o regime da OPA concorrente” *in* Revista do Direito das Sociedades, Ano XV, Número 2, Almedina, 2023, pp. 345 e 346.

<sup>62</sup> Neste sentido, PAULO CÂMARA defendia a aplicação da prova negativa do domínio apenas à ultrapassagem do limiar de um terço dos direitos de voto, defendendo que a ultrapassagem do limiar de metade dos direitos de voto não permitia o afastamento do dever, “mesmo para quem [provasse] não deter o domínio”. Este entendimento partia do próprio texto do anterior n.º 2 do art.187.º e ganhava força com a definição de domínio do CVM, presente no art.21.º, que presume, na alínea a) do n.º 2 e de forma inilidível, o domínio quando uma pessoa singular ou coletiva disponha da maioria dos direitos de voto - *vd.* PAULO CÂMARA, Manual (...) *ob. cit.*, p. 757. Igualmente neste sentido, HUGO MOREDO SANTOS qualificava a ultrapassagem de metade dos direitos de voto como presunção de domínio *iuris et de iure*, dizendo que tal facto não deixava “espaço suficiente para que outro participante [superasse], em poder de voto e, consequentemente, em influência na sociedade, o acionista que [controlasse] a maioria dos direitos de voto (...)” – *vd.* HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência(...)* *ob. cit.*, p. 276. Por fim, e de igual forma, *vd.* ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Valores Mobiliários [Ações]*, Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho, Cad.1, Almedina, 2003, p.59.

Realizada, com sucesso, a prova negativa do domínio perante a CMVM<sup>63</sup>, surge, sobre quem usufruiu de decisão favorável do requerimento mencionado no n.º4 do art.187.º, um “regime especial de vigilância”<sup>64</sup>.

## 2.2 Suspensão do dever de lançamento

A suspensão, prevista no art.190.º do CVM, apresenta-se como outro dos mecanismos de afastamento do dever de lançamento da OPA no atual Código. O seu n.º 1 vem prever que “o dever de lançamento de oferta pública de aquisição fica suspenso se a pessoa a ele obrigada, em comunicação escrita dirigida à CMVM, imediatamente após a ocorrência do facto constitutivo do dever de lançamento, se obrigar a pôr termo à situação nos 120 dias subsequentes”<sup>65</sup>.

Como assinala JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, o fundamento da sua utilização pode ser verificado, desde logo, no n.º12 do Preâmbulo do Decreto-Lei n.º486/99, de 13 de novembro, enunciando esse mesmo número que o mecanismo de afastamento da OPA por suspensão apenas incidirá sobre situações de domínio conjuntural <sup>66</sup> <sup>67</sup>. Com este mecanismo o legislador procurou afastar a obrigatoriedade de lançamento nas situações onde a ultrapassagem de um dos limiares quantitativos do n.º1 do art. 187.º não justifica, por si, o dever de lançamento. Nessas situações, embora ultrapassado um dos limites, essa ultrapassagem é transitória e não ocorre com a intenção de ser alcançado o controlo da sociedade visada por parte de quem ultrapassa os limites quantitativos, não havendo aqui uma “transição de domínio da sociedade”, mas apenas um domínio conjuntural e transitório que justifica a aplicação deste mecanismo. A suspensão surge assim com o objetivo de acautelar as situações onde ocorreu uma “ultrapassagem involuntária ou

---

<sup>63</sup> A propósito das semelhanças formais entre a prova negativa do domínio e as dispensas do antigo CdMVM, *vd.* JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA(..),*ob. cit.*, p. 220.

<sup>64</sup> Para mais desenvolvimentos, *vd.* PAULO CÂMARA, Manual (...) *ob. cit.*, p. 760.

<sup>65</sup> Aqui, ao contrário do anteriormente dito quanto à prova negativa do domínio, “cumpre observar que o facto de a eficácia da suspensão do dever estar apenas dependente de comunicação à CVM configura, estruturalmente, esta figura como uma derrogação, embora transitória e condicional”, não podendo ser apontadas semelhanças formais com as técnicas de dispensa do antigo CdMVM – *Cfr.* JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA(..),*ob. cit.*, p. 221.

<sup>66</sup> *Ibid.*, p. 222. No mesmo sentido, *Vd.* PAULO CÂMARA, Manual (...) *ob. cit.*, p. 766.

<sup>67</sup> PAULO CÂMARA defende a não aplicação da suspensão do dever de lançamento em três situações: i) situações de domínio efetivo; ii) situações de utilização abusiva; iii) nos casos de concurso entre os pressupostos da suspensão e os da substituição no cumprimento do dever. Para mais desenvolvimentos, *vd.* PAULO CÂMARA, Manual (...) *ob. cit.*, pp. 769 a 771.

indesejada dos limites relevantes, seja por transmissão gratuita de ações (...) ou em qualquer outra circunstância reveladora de que a obtenção de um nível de participação relevante não foi prosseguida com intenção de exercício de controle”<sup>68</sup>.

### **2.3 Substituição no cumprimento do dever de lançamento**

A substituição no cumprimento do dever de lançamento encontra a sua previsão no n.º2 do art.191.º, enunciando esse mesmo preceito que o sujeito obrigado ao dever de lançamento, nos termos do art.187.º, poderá fazer-se substituir por uma outra entidade no cumprimento desse dever.

Note-se, contudo, que esta terceira via aqui apresentada não poderá ser considerada como um mecanismo de afastamento do dever de lançamento, ao contrário dos outros mecanismos que aqui enunciámos e que ainda enunciaremos. Tal não acontece porque “a substituição do oferente não implica uma alteração ao conteúdo do dever a cumprir”, havendo uma “mera vicissitude subjetiva concretizada na substituição da figura do oferente” e que irá culminar, de igual forma, no cumprimento do dever de lançamento<sup>69</sup>. De forma resumida, o dever apenas não será concretizado pela pessoa substituída, acabando, contudo, por ser cumprido pelo substituto.

Por fim, a OPA obrigatória dirigida ao abrigo do n.º2 do art.190.º deverá, desde o início, assinalar a sua natureza substitutiva. Nesse sentido, PAULO CÂMARA vem acrescentar que “a substituição no lançamento da oferta carece de uma declaração de substituição” no anúncio preliminar, de modo que os destinatários da oferta tenham conhecimento da situação e considerem o “obrigado originário (...) exonerado”<sup>70</sup>.

---

<sup>68</sup> Para mais exemplos de aplicação do mecanismo da suspensão do art.190.º, vd. JULIANO FERREIRA, “Exceções(...)”, *ob. cit.* p.210.

<sup>69</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, Manual (...) *ob. cit.*, p. 776.

<sup>70</sup> *Ibid.* pp. 777 e 778

## 2.4 Derrogações do dever de lançamento

As derrogações, encontrando a sua previsão legal no art. 189.º, fazem com que “o disposto do art.187.º não se aplique num conjunto de situações ali enumeradas”<sup>71</sup>.

Este mecanismo foi severamente alterado aquando da transição do antigo CdMVM para o atual CVM, na medida em que aquele previa 16 válvulas de escape entre derrogações e dispensas, enquanto este último veio a prever apenas quatro situações de derrogação do dever<sup>72</sup>. Com a transição para o CVM, previram-se apenas derrogações cuja declaração por parte da CMVM está vinculada e sem margem de análise discricionária, não havendo, agora, qualquer previsão de dispensa “cuja verificação [seria] sempre objeto de análise prévia da autoridade do mercado, com maior ou menor discricionarietà”<sup>73</sup>. Houve, desta forma, uma “privatização do dever”, tendo-se cortado na discricionarietà que era atribuída à autoridade do mercado e às suas decisões administrativas “em benefício de *hard and fast rules*”<sup>74</sup>.

Abordaremos, em seguida, ainda que superficialmente, as quatro situações de derrogação previstas no CVM, sendo que incidiremos com especial atenção sobre uma delas no capítulo seguinte, aquela que elegemos como tema central do nosso estudo<sup>75</sup>.

A alínea a) do n.º1 do art. 189.º vem prever que a aquisição de valores mobiliários realizada através de OPA voluntária, que provoque a ultrapassagem do limite relevante nos termos do art. 187.º, beneficiará de derrogação do dever de lançamento de OPA obrigatória caso (i) a oferta tenha sido lançada sobre a totalidade das ações e valores mobiliários passíveis de subscrição ou aquisição de forma geral e (ii) caso o preço mínimo tenha sido definido com base no previsto no art.188.º, por referência aos seis meses anteriores à publicação do anúncio preliminar dessa mesma oferta<sup>76 77</sup>. Em termos mais

---

<sup>71</sup> ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, Títulos de (...), *ob. cit.*, pp. 204 e 205.

<sup>72</sup> O antigo CdMVM previa 16 situações de derrogação e dispensa do dever de lançamento nos seus artigos 528.º - A e 529.º.

<sup>73</sup> Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, A OPA(...), *ob. cit.* p. 284.

<sup>74</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, Manual (...) *ob. cit.*, p. 761.

<sup>75</sup> *Vd. Infra* Capítulo 3.

<sup>76</sup> *Ibid.* p.761.

<sup>77</sup> Como exemplo da derrogação contemplada na alínea a) do n.º1 do art. 189.º veja-se o requerimento apresentado pela Terra Peregrin – Participações SGPS, S.A à CMVM na sequência da OPA previamente e voluntariamente anunciada sobre a totalidade das ações da Portugal Telecom SGPS, S.A. Em dezembro de 2014, a CMVM, respondendo ao requerimento da oferente, veio solicitar uma mudança do critério sobre o qual incidia o cálculo da contrapartida do art.188.º, afirmando que só ao abrigo do critério do preço médio ponderado – alínea b) do n.º1 do art.188.º - é que seria possível a oferta voluntária ser qualificada como derogatória – Resposta da CMVM, de 17 de dezembro de 2014, disponível em

simplistas, DOMINGOS SALGADO e JULIANO FERREIRA enunciam nesta alínea a figura da OPA derogatória, apresentando-a como “a OPA voluntária lançada em termos tais que habilitam o oferente que assim venha a adquirir o controlo a não ficar sujeito ao dever legal de lançamento de OPA subsequente”<sup>78</sup>. Esta opção do legislador teve por base o racional de ter havido anteriormente uma OPA voluntária e total cumpridora do previsto no art.188.º que, assim, deu a possibilidade aos sócios minoritários de saírem da sociedade numa situação onde tinham conhecimento da vontade de aquisição do domínio por parte do oferente. A lei, e a nosso ver bem, vem prever que, tendo os minoritários optado por não vender as suas ações ao oferente aquando da OPA voluntária e total, “não podem (...) apelar à Lei para se proteger contra uma situação em que recaíram por uma (in)ação voluntária e esclarecida”<sup>79</sup>. Nesta situação não surge, portanto, uma necessidade de tutela dos sócios minoritários, havendo até uma tutela do funcionamento do mercado na medida em que a alínea pretende favorecer as “ofertas voluntárias enquanto reflexo do princípio *favor negotii*, tendo em consideração que as mesmas constituem, muitas vezes, importante instrumento de reestruturação empresarial”<sup>80</sup>.

A alínea b) do n.º1 do art. 189.º veio prever a derrogação do dever de lançamento nos casos em que os limites previstos no n.º1 do art.187.º são ultrapassados devido à transação de ações que ocorre na pendência da execução de medidas que tenham em vista a recuperação da sociedade em situação económica difícil. Repare-se que manter o dever de lançamento numa sociedade em crise “oneraria ainda mais a recapitalização da empresa em dificuldade, em nome da tutela de sócios minoritários que, injustificada e desrazoavelmente, encontrariam na OPA a porta de saída da sociedade em situação difícil”<sup>81</sup>. Esta derrogação fica justificada face ao grave prejuízo que uma aquisição nos termos do art. 188.º poderia trazer a uma empresa em dificuldades financeiras, ficando ainda justificada - como refere ANDRÉ ALFAR RODRIGUES, - “face à suspensão da atividade dos órgãos que compõem a sociedade visada durante a recuperação”<sup>82</sup>.

---

<https://www.cmvm.pt/PInstitucional/Content?Input=B200F18908BFE41113A2D34E387866785574F064C0672294918943BB8A3A7B99>

<sup>78</sup> DOMINGOS SALGADO e JULIANO FERREIRA, “OPA Derrogatória” in Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, N.º 52, dezembro de 2015, p.1, disponível em <https://www.cmvm.pt/PInstitucional/Content?Input=2A6F15884D9B843C75A1C745E4B7B2E2FB7DA24876296980F90A969DE7D22443>

<sup>79</sup> Cfr. JULIANO FERREIRA, “Exceções (...), *ob. cit.* p. 203.

<sup>80</sup> *Ibid.* p.204.

<sup>81</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, Estudos(...), *ob. cit.* p.19.

<sup>82</sup> Cfr. ANDRÉ ALFAR RODRIGUES, Código dos Valores Mobiliários Anotado e Comentado, 2ª Edição, AAFDL Editora, 2022, p.343.

Quanto à alínea c) do n.º1 do art. 189.º, e sob prejuízo de repetição, a mesma será abordada no próximo capítulo, sendo o principal escopo do nosso trabalho.

Por fim, cumpre abordar a “nova” derrogação que consta da alínea d) do n.º1 do art.189.º - situações onde os limiares estabelecidos no art. 187.º são alcançados devido à aquisição de valores mobiliários por herança ou legado. Esta derrogação, introduzida pela Lei 99-A/2021, não demonstrou ser novidade na legislação portuguesa, tendo sido anteriormente prevista como situação de dispensa na alínea e) do n.º1 do art 529.º do CdMVM e, mais tarde, com as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 261/95, veio mesmo a ser prevista como situação de derrogação na alínea a) do n.º1 do art.528-A do CdMVM, não ficando, nesta última previsão, suscetível de análise prévia por parte CMVM com maior ou menor discricionariedade. Note-se que na ausência desta derrogação ficaria a ideia de que o herdeiro ou legatário teria o dever de realizar o lançamento de OPA nos casos em que a sua participação ultrapassasse os limiares do art.187.º, resultando tal num “tamanho esforço financeiro (...) suscetível de inviabilizar na prática, a sucessão *mortis causa*, na medida em que, não dispondo de meios para realizar a oferta, o herdeiro [seria] forçado a alienar, de imediato ou durante o período de suspensão do dever de lançamento, a participação que adquiriu por sucessão”<sup>83</sup>, ficando, assim, debilitado o núcleo essencial do poder de disposição por morte previsto no n.º1 do art.62.º da CRP<sup>84</sup>.

#### **2.4.1 O “livro aberto” de derrogações permitido pela Diretiva 2004/25/CE**

Como enunciado anteriormente, cumpre voltar ao tema da harmonização mínima da DdOPA. Como claro exemplo dessa harmonização mínima, o n.º4 do art.5.º da DdOPA veio prever a possibilidade de os Estados Membros estabelecerem internamente as suas próprias derrogações, desde que os princípios gerais do n.º1 do art.3.º da mesma diretiva fossem respeitados.

O legislador português nada alterou com a transposição da diretiva, pois considerou que as derrogações que o CVM teria à data – três derrogações – estariam conformes com os princípios da DdOPA. Ora, sem prejuízo de se discutir adiante esta ideia de

---

<sup>83</sup> MANUEL REQUICHA, “O dever de (...)”, *ob. cit.* p. 43.

<sup>84</sup> Ainda antes da alteração introduzida pela Lei 99-A/2021, vozes como a de MANUEL REQUICHA defendiam a necessidade de previsão de tal derrogação – *vd. Ibid.* pp.45 a 53.

conformidade das derrogações estabelecidas à data, e nos dias de hoje, com os princípios da DdOPA, cumpre, por agora, referir que, apesar do “livro aberto” de derrogações permitido pela Diretiva, o previsto na alínea a) do n.º1 do art. 189.º não foi resultado dessa liberdade de previsão pelos Estados Membros, na medida em que o n.º2 do art.5.º da DdOPA veio expressamente prever essa derrogação.

O n.º4 do art.5.º da Diretiva veio assim contemplar o princípio da subsidiariedade<sup>85</sup>, havendo uma repartição de competências entre os Estados Membros e a União Europeia.

No entanto, este “livro aberto” de derrogações que fica na disponibilidade dos Estados Membros tem causado ao longo dos anos problemas quanto à verificação de um efetivo alcance dos princípios gerais da OPA obrigatória enunciados no n.º1 do art.3.º da Diretiva. Nesse sentido, vozes como a de THOMAS PAPADOPOULOS pronunciaram-se quanto ao previsto no art.5.º da DdOPA, dizendo que “*the main problem is that this provision allows a wide range of discretion to the member States*”<sup>86 87</sup>.

Também a Comissão Europeia, em 2012, e através de um relatório, se pronunciou neste sentido ao afirmar que, “entre as diversas derrogações nacionais à regra da oferta obrigatória, nem sempre é claro como se assegura a proteção dos acionistas minoritários”<sup>88</sup>, dizendo ainda que “a ampla gama de derrogações nacionais à regra da oferta obrigatória permite duvidar que esta regra proteja adequadamente os acionistas minoritários em situações de mudança de controlo”<sup>89</sup>. Como solução, e de forma a averiguar a efetiva proteção dos acionistas minoritários, a Comissão apresentou uma proposta de maior controlo e investigação sobre as derrogações nacionais, tendo, ainda,

---

<sup>85</sup> A propósito do princípio da subsidiariedade, JOÃO CUNHA VAZ apresenta duas dimensões do mesmo nesta matéria. Uma primeira dimensão onde os objetivos e princípios elencados na Diretiva não podem ser suficientemente alcançados pelos Estados Membros, havendo a necessidade de uma ação comunitária para que se logre alcançar os mesmos. Por outro lado, uma segunda dimensão do princípio da subsidiariedade dita que a ação comunitária não deve ir além do necessário para alcançar os objetivos e princípios da DdOPA, “concluindo-se que se deverá deixar suficiente espaço de decisão aos Estados Membros, contando que estes atuem em consonância com o objetivo” e princípios da Diretiva, tal como consta do n.º4 do art.5.º, *vd.* JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA (...)*, *ob. cit.* p.44.

<sup>86</sup> Cfr. THOMAS PAPADOPOULOS, “The Mandatory(...)”, *ob. cit.* p. 526.

<sup>87</sup> Neste sentido, e referindo que a harmonização mínima da Diretiva, apesar de ter sido fulcral para que fosse possível atingir um acordo, pode ter “comprometido (...) os propósitos subjacentes ao regime da OPA obrigatória”, *vd.* HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência(...)* *ob. cit.* p. 225.

<sup>88</sup> Relatório da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões – Aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição, elaborado pela Comissão Europeia, Bruxelas, 28.6.2012, p. 8, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0347>

<sup>89</sup> *Ibid.* p.7.

enunciado medidas necessárias a adotar em caso de incumprimento dessa proteção por parte dos Estados Membros<sup>90</sup>.

Em resposta ao relatório da Comissão, um grupo de especialistas, o *European Company Law Experts*, veio concordar com as preocupações levantadas pela Comissão, apresentando uma solução no sentido de ser elaborada uma “*exhaustive list of acceptable derogations from the mandatory offer rule*”, tendo, logo de seguida - e a nosso ver, bem -, reconhecido a extrema dificuldade em elaborar uma lista de derrogações detalhadas e harmonizadas a nível europeu, dadas as diferentes realidades nacionais que não seriam “*adequately covered by detailed rules*”<sup>91</sup>.

O próximo capítulo será também dotado deste espírito de averiguação levantado pela Comissão Europeia, na medida em que procuraremos, em específico, “julgar” o efetivo alinhamento da derrogação da alínea c) do n.º1 do art.189.º com os princípios basilares estabelecidos na Diretiva.

### **3 Derrogação do dever de lançamento aquando de uma aquisição de controlo originada por uma fusão de sociedades**

O disposto na alínea c) do n.º1 do art.189.º veio prever a derrogação do dever de lançamento de OPA obrigatória quando a ultrapassagem dos limites estipulados no art.187.º tenha ocorrido em virtude da operação de fusão de sociedades - por incorporação ou por constituição de nova sociedade<sup>92</sup> - bastando para o efeito que, em ambas as

---

<sup>90</sup> *Ibid.* ponto 24 p. 10. Neste sentido *vd.* também a Resolução do Parlamento Europeu, de 21 de maio de 2013, sobre a aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição (2012/2262(INI)), p. C 55/4, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013IP0198&from=ET>

<sup>91</sup> Cfr. PETER BÖCKLI *et. al.*, “Response to the European Commission’s Report on the Application of the Takeover Bids Directive” *in* Legal Studies Research Paper Series, Paper No.5/2014, University Cambridge Faculty of Law, 2014, pp. 7 e 8, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2362192](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2362192)

<sup>92</sup> Cfr. ANDRÉ ALFAR RODRIGUES, Código dos (...), *ob. cit.* p.343.

sociedades alvo do processo de fusão, da deliberação em assembleia geral conste expressamente que da fusão resultará uma nova posição de domínio<sup>93 94</sup>.

### 3.1 *Ratio Legis*

Embora a *ratio legis* da derrogação enunciada na alínea c) do n.º1 do art.189.º só seja passível de total compreensão após análise do próprio processo de fusão, enunciaremos agora os fundamentos apontados pela doutrina para esta derrogação, sem prejuízo de voltarmos, de seguida, a uma análise sumária do processo de fusão que permita compreender tais fundamentos.

JOÃO CALVÃO DA SILVA, de forma a fundamentar a derrogação da OPA obrigatória que surge devido à operação de fusão submetida a aprovação prévia dos sócios em AG, apresenta-nos uma questão que elucida o seu pensamento. O autor questiona se a obrigação da OPA “não visa tutelar os interesses de acionistas minoritários não ouvidos nem achados na mudança de controlo”, respondendo o autor afirmativamente e colocando de seguida a questão do porquê, então, da “subsistência da obrigatoriedade de OPA, se os interesses dos acionistas já foram tidos em conta pelo mecanismo da fusão de sociedades nos termos em que o legislador o entendeu necessário e suficiente”<sup>95</sup>. Assim, no seu parecer, afirma ainda que os interesses que a OPA obrigatória visa proteger já foram alcançados com o processo de fusão, sendo necessária esta derrogação da alínea c) que “evita uma pesada duplicação ou segunda via de tutela de idênticos interesses, não julgada razoável (...) pelo legislador”<sup>96</sup>.

PAULO CÂMARA e JULIANO FERREIRA fundamentam em termos semelhantes a derrogação *in casu*. O primeiro afirma que este afastamento assenta na legitimação da técnica de concentração - fusão - que ocorre aquando da “deliberação do colégio de

---

<sup>93</sup> A este propósito, contestando a anterior redação da alínea c) e apresentando uma alteração lógica da letra da lei – que não foi, a nosso ver, totalmente alcançada com as alterações introduzidas pela Lei 99-A/2021 nessa mesma alínea – JULIANO FERREIRA defende que a deliberação referida na alínea c) “deverá resultar antes da deliberação de cada uma das sociedades participantes [no processo de fusão]” – Cfr. JULIANO FERREIRA, “Exceções (...)”, *ob. cit.* pp. 207 e 208 e MANUEL JOSÉ RESENDE SEQUEIRA, “OPA obrigatória(...)”, *ob.cit.* p. 85.

<sup>94</sup> No antigo CdMVM esta situação encontrava-se inicialmente prevista como sendo um caso suscetível de dispensa – n.º1 do art 529.º CdMVM -, sendo mais tarde convertida em derrogação, onde encontraria previsão legal na al. h) do n.º1 do art. 528-A.º do mesmo código.

<sup>95</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, Estudos(...), *ob. cit.* p.58.

<sup>96</sup> *Ibid.* p.59.

sócios, a qual é adotada pela maioria exigida para a alteração do contrato de sociedade”<sup>97</sup>. O segundo diz que uma nova posição de controlo após a fusão não seria inesperada para os sócios minoritários, na medida em que, tendo estes conhecimento de que da operação de fusão resultaria uma nova posição de domínio, e na medida em que tenham deliberado positivamente a fusão, os mesmos conformaram-se e desejaram tal alteração no controlo societário, não havendo necessidade de tutelar esses mesmos sócios<sup>98</sup>.

Desta forma, os autores apontam como *ratio* subjacente a esta derrogação o facto de o legislador considerar que os interesses a proteger com a OPA obrigatória já se encontram acautelados com o regime de fusão.

### **3.2 A (in)explicável falta de proteção dos sócios minoritários**

Apresentados os fundamentos que sustentam a derrogação da alínea c) do n.º1 do art.189.º, cumpre-nos recuperar considerações anteriores com vista a avaliar, na nossa opinião, a conformidade da dita derrogação – ou a falta dela – com os interesses que a OPA obrigatória visa defender e que se encontram elencados na Diretiva 2004/25. Assim, com uma análise sumária do processo de fusão em situações de onde resultará uma posição de controlo, com uma análise de Direito Comparado e com uma análise político-legislativa Portuguesa, procuraremos analisar criticamente a derrogação *in casu*.

#### **3.2.1 A Fusão como processo, *per se*, (in)suficientemente protetor**

A Fusão de Sociedades encontra previsão legal entre os artigos 96.º-A e 117.º-L do CSC, funcionando como “um processo de concentração económica e jurídica de sociedades que opera a reunião dos seus elementos pessoais e patrimoniais numa só”<sup>99</sup>, podendo ocorrer por incorporação ou por constituição de nova sociedade. Na primeira modalidade surge a absorção de uma ou mais sociedades por outra, ocorrendo “uma transferência global do património daquelas para esta e atribuição aos sócios das

---

<sup>97</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, Manual (...) *ob. cit.*, p. 763.

<sup>98</sup> Vd. JULIANO FERREIRA, “Excepções (...)”, *ob. cit.* p. 207.

<sup>99</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, M&A Aquisição de Empresas e de Participações Sociais, 2ª Reimpressão, AAFDL Editora, 2022, p.101.

sociedades incorporadas de (...) ações (...) da(s) sociedades incorporantes”<sup>100</sup>. Por outro lado, na segunda modalidade, ocorre um processo constitutivo de uma nova sociedade que reúne em si todos os patrimónios das sociedades alvo de fusão.

Sumariando o processo de fusão, o mesmo inicia-se com a elaboração do projeto de fusão por parte dos órgãos de administração das sociedades participantes, tendo estes de inserir no mesmo elementos essenciais, além de outros necessários ou convenientes, que permitam o “perfeito conhecimento da operação visada” por parte dos sócios (n.º1 do art.98.º do CSC)<sup>101</sup>. De entre os elementos essenciais elencados no n.1 do art. 98.º, cumpre realçar o elemento da relação de troca previsto na sua alínea e), sendo este um dos elementos mais importantes do projeto de fusão, na medida em que vem discriminar “as ações e o modo como são distribuídas pelos acionistas da nova sociedade” ou da sociedade incorporante<sup>102</sup>. De forma adjacente à relação de troca, deverão constar os critérios de avaliação adotados nos cálculos que levaram a uma determinada distribuição de ações aos sócios da nova sociedade ou da sociedade incorporante (n.º3 do art.98.º), sendo tal justificação tida em conta na futura deliberação da fusão por parte dos sócios.

Após a elaboração do projeto de fusão, o mesmo deverá ser fiscalizado nos respetivos termos (art. 99.º do CSC), registado, publicado e submetido a deliberação dos sócios de cada uma das sociedades participantes no processo de fusão em AG (art. 100.º do CSC). Após o registo e a publicação do projeto de fusão, surge a “(eventual) convocatória da AG, por publicação ou outro meio legalmente admissível, com pelo menos 30 dias de antecedência” face à data da AG<sup>103</sup> (n.º2 do art.100.º do CSC). Durante esses 30 dias, as entidades elencadas no n.º1 do art.101.º - sócios, credores e representantes dos trabalhadores - têm o direito de consultar, nas respetivas sedes das sociedades participantes, o projeto de fusão e os demais documentos elencados, podendo os credores deduzir oposição nos termos do art.101.º-A e ss.. Não havendo oposição, e reunida a AG, a administração começa por declarar expressamente se houve ou não mudança relevante nos elementos de facto em que se baseou a elaboração do projeto, atuando de acordo com o previsto no art.102.º do CSC em caso de mudança relevante.

---

<sup>100</sup> Note-se que o texto é no seu todo adaptado ao caso concreto da fusão nas Sociedades Anónimas, realidade que nos interessa. Cfr. JOÃO CALVÃO DA SILVA, Estudos(...), *ob. cit.* p.51.

<sup>101</sup> A propósito da distinção entre os elementos essenciais e não essenciais do n.º1 do art. 98.º CSC vd. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (Coord.) (anotações de DIOGO COSTA GONÇALVES), Código das Sociedades Comerciais Anotado, 5.ª Edição, Almedina, 2022, p.429. Em sentido contrário, não fazendo distinção nos elementos, vd. JOSÉ FERREIRA GOMES, M&A (...), *ob. cit.* pp. 109 e 110.

<sup>102</sup> Cfr. JULIANO FERREIRA, “Excepções (...), *ob. cit.* p. 206.

<sup>103</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, M&A (...), *ob. cit.* p.123. A designação “eventual” surge da falta de necessidade de deliberação nos casos previstos no n.º3 do art.116.º do CSC.

No referente à deliberação, e na falta de disposição especial na lei ou no contrato de sociedade, a mesma segue nos termos prescritos para a alteração do contrato de sociedade (art. 85.º, ex vi do n.º1 do art. 103.º do CSC), querendo isto dizer, em especial quanto às Sociedades Anónimas, que para que a assembleia possa deliberar em primeira convocação será necessário (i) um quórum constitutivo de acionistas detentores de ações correspondentes a, pelo menos, 1/3 do capital social e (ii) uma maioria qualificada de 2/3 dos votos emitidos (n.º 2 do art.383.º e n.º3 do art.386.º do CSC). Já em segunda convocação, o quórum mencionado no n.º2 do art. 383.º não se aplica, por força do n.º3 do mesmo artigo.

Por fim, a fusão ficará completa com “o registo das deliberações de fusão ou, eventualmente, do ato de fusão celebrado por escritura pública (ou documento particular autenticado)”<sup>104</sup>, devendo qualquer dos administradores das sociedades participantes na fusão ou da nova sociedade promover o registo (art. 111.º do CSC), de modo a que se verifiquem os respetivos efeitos presentes no art.112.º do CSC e os efeitos patrimoniais e pessoais da fusão que só ocorrem após o mesmo<sup>105</sup>.

Encontram-se aqui exigências de transparência, o direito à informação dos arts. 100.º, 101.º e 102.º do CSC, o quórum constitutivo e uma maioria qualificada para a aprovação da fusão que a doutrina sustenta. É precisamente com base neste todo que a doutrina sustenta – como elencado *supra* – que os sócios minoritários já se encontram suficientemente protegidos com o mecanismo da fusão de sociedades, na medida em que (i) foi garantido o direito à informação, (ii) foi aprovada a fusão por maioria qualificada e (iii), adicionalmente, da deliberação constou expressamente que da fusão resultaria uma nova posição de domínio. Nessa medida, e dada tal proteção dos sócios minoritários, a mesma doutrina fundamenta a derrogação da alínea c) do n.º1 do art. 189.º, afirmando a falta de necessidade de manutenção do dever de lançamento de OPA nestes casos, sustentando que os interesses dos sócios já foram tidos em conta no mecanismo de fusão das sociedades “nos termos em que o legislador entendeu necessário e suficiente”<sup>106</sup>.

No entanto, e a nosso ver, a afirmação de que o mecanismo de fusão de sociedades, *per se*, quando acompanhado, no seu conteúdo da deliberação nas assembleias gerais, da menção de que da fusão resultará uma nova posição de domínio, não deverá valer, nos

---

<sup>104</sup> Cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES, M&A (...), *ob. cit.* p.132.

<sup>105</sup> Quanto à natureza constitutiva do registo da fusão, vd. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (Coord.) (anotações de DIOGO COSTA GONÇALVES), Código (...), *ob. cit.* pp. 500 a 506.

<sup>106</sup> Cfr. JOÃO CALVÃO DA SILVA, Estudos(...), *ob. cit.* p.58.

termos legislativos atuais, como derrogação do dever de lançamento da OPA obrigatória. Muito embora o mecanismo de fusão garanta informação detalhada sobre a operação e sobre a nova posição de domínio, e ainda exija quórum constitutivo para a assembleia de deliberação e maioria qualificada para a aprovação da fusão, poderão existir casos onde os sócios minoritários continuam desprotegidos e onde saem prejudicados com a derrogação do dever de lançamento da OPA obrigatória<sup>107</sup>.

Imaginemos a seguinte hipótese acadêmica em que o sócio, dada a sua natureza subjetiva do *Afectio societatis*, não concorda com a realização da fusão “por razões sociopolíticas ou por simples convicções pessoais” e acaba a votar contra na deliberação da fusão. Pense-se que tal situação poderá ocorrer porque o sócio não acredita que as sociedades intervenientes na fusão reúnem as condições necessárias para o sucesso do projeto ou, simplesmente, por “estar incompatibilizado com as outras sociedades intervenientes” ou, ainda, “por objetar à realização da operação de fusão por razões de carácter ambiental, político, religioso, etc”<sup>108</sup>. Nestas situações, e embora o sócio que discorda da fusão possa vender a sua participação social, essa “nunca poderá ser vista como uma resposta aos prejuízos que a fusão pode causar para os sócios minoritários, existindo a necessidade de que os direitos dos mesmos sejam tutelados de outras formas”, dado que as ações nem sempre são de fácil transmissão – mesmo estando cotadas em bolsa – e uma solução baseada apenas na venda seria prejudicial para os sócios minoritários que teriam de permanecer na sociedade contra a sua vontade perante a dificuldade de venda e perante uma profunda alteração societária<sup>109</sup>. Neste caso em que o sócio, embora tendo conhecimento que da operação de fusão surgirá uma nova posição de domínio, acabe por votar contra a fusão, não nos parece acertada e suficientemente protetora dos sócios minoritários a solução da derrogação da alínea c) do art. 189.º, na medida em que, mesmo expressando o seu desacordo para com a operação através do seu voto, acaba por constatar a negação de uma proteção que lhe seria concedida pela OPA obrigatória.

No entanto, o processo de fusão estipulado no CSC prevê alguns meios de tutela dos sócios minoritários que analisaremos superficialmente e seletivamente de seguida, procurando concluir pela suficiente - ou insuficiente - tutela que tais mecanismos

---

<sup>107</sup> Com igual opinião, *vd.* DIOGO TAVARES, “Alterações(...)”, *ob. cit.* p.276, nota (58).

<sup>108</sup> Cfr. GUILHERME GARRIDO GASPAS, “A Tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV, Número 2, Almedina, 2012, pp. 402 e 403.

<sup>109</sup> *Ibid.* p.403. Para exemplos de situações onde a venda da participação social não é a melhor solução para o sócio discordante da fusão, *vd.* *Ibid.*, nota de rodapé (63).

atribuem aos sócios minoritários no processo de fusão e que poderiam vir a justificar a derrogação da alínea c) do n.º1 do art. 189.º.

Começando pelo art.103.º do CSC, note-se que a hipótese académica levantada anteriormente não se insere em nenhuma das três situações previstas no n.º2 desse artigo, onde legislador logrou tutelar os sócios minoritários<sup>110</sup>.

Outro meio de tutela dos sócios minoritários na operação de fusão com previsão no CSC é o previsto no art. 105.º. Este art. veio prever que “se a lei ou contrato de sociedade atribuir ao sócio que tenha votado contra o projeto de fusão o direito de se exonerar, pode o sócio exigir, no prazo de um mês a contar da data da deliberação, que a sociedade adquira ou faça adquirir a sua participação social”, sendo esta uma decorrência constitucional - nas palavras de PEDRO PAIS VASCONCELOS - da liberdade de associação na sua vertente negativa, estabelecida no n.º3 do art.46.º da CRP e com a determinação de que “ninguém pode ser obrigado a fazer parte de uma associação nem coagido por qualquer meio a permanecer nela”<sup>111</sup>. No entanto, e como afirma PAULO CÂMARA, embora os sócios que tenham votado contra o projeto de fusão possam ter assegurado, através de previsão no contrato de sociedade, o direito de exoneração nos termos do art.105.º do CSC, “de facto [e no dizer do autor “lamentavelmente”] na prática societária nacional, é muito rara a estipulação estatutária respeitante ao direito de exoneração surgido neste contexto”, fazendo com que, a nosso ver, este meio de tutela dos sócios minoritários no processo de fusão presente no art. 105.º do CSC – direito de exoneração - não seja suficientemente protetor dos minoritários, na medida em que tal direito dependerá da sua “rara” previsão nos estatutos da sociedade, ficando apenas protegidos os sócios que tiveram o fortúnio de constatar o direito de exoneração nos estatutos da sua sociedade<sup>112 113</sup>.

---

<sup>110</sup> Para mais desenvolvimentos quanto ao direito dos sócios prejudicados não consentirem a fusão, *Vd.* RAÚL VENTURA, *Fusão, Cisão Transformação de Sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1990, pp. 115 a 122.

<sup>111</sup> Cfr. PEDRO PAIS VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2ª Edição, Almedina, 2006, pp. 236 e 237.

<sup>112</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual (...) ob. cit.*, p. 763.

<sup>113</sup> Não o iremos discutir nesta sede, mas cumpre realçar que a admissibilidade da inclusão de cláusulas de exoneração estatutárias nas sociedades anónimas não é unânime na doutrina. Contra a admissibilidade, justificando a sua posição maioritariamente com base no princípio da livre transmissão de ações nas sociedades anónimas e na facilidade de transmissão das mesmas, *Vd.* CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “Da admissibilidade das Chamadas “OPA’s Estatutárias” e dos seus reflexos sobre a Cotação das Ações em Bolsa” in *Juris et de Jure – Nos vinte Anos da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa (Obra coletiva)*, Porto, Universidade Católica Portuguesa Porto, 1998. Por outro lado, a favor da admissibilidade, - posição que adotámos - afirmando que “quando é impossível ou muito difícil o sócio sair da sociedade pela via da transmissão da participação social (...) o direito de exoneração (...) é exigido

Chegados até aqui, faltando um direito legal de exoneração e sendo limitados os casos em que ele estatutariamente existe, não acompanhamos a opinião de que o processo de fusão é, *per se*, suficientemente protetor dos sócios minoritários de tal maneira que justifique a previsão de uma derrogação do dever de lançamento da OPA Obrigatória, cabendo-nos apresentar, adiante, uma possível solução que, na nossa perspectiva, cumpre os desígnios de proteção dos sócios minoritários da OPA obrigatória enunciados pela Diretiva.

### 3.2.2 O paralelo em Direito Comparado

Como analisado *supra*, a Diretiva 2004/25 veio estabelecer, no n.º5 do art. 4.º, a possibilidade de os Estados Membros estabelecerem as suas próprias exceções ao dever de lançamento da OPA, desde que as mesmas respeitassem os princípios estabelecidos no n.º1 do art.3.º. Tais exceções, segundo o texto da Diretiva, podem ser estabelecidas de dois modos, sem prejuízo de serem cumulativas, a saber: i) com a previsão de determinadas situações nas regras nacionais cuja verificação dos pressupostos origina o afastamento do dever de lançamento – modo mais rígido e com maior “certeza e segurança jurídica” utilizado em Portugal<sup>114</sup>; ii) e/ou com a atribuição de poderes de análise discricionária à autoridade de supervisão nacional que a permita afastar o dever de lançamento mediante fundamentação, quando não o faça com base nas regras nacionais estabelecidas.

Mediante tal “livro aberto” de possibilidades de estipulação de exceções ao dever de lançamento conferido pela Diretiva, e tendo como pano de fundo a nossa crítica à derrogação da alínea c) do n.º1 do art. 189.º, mostra-se útil procurar encontrar semelhante derrogação no Direito Comunitário.

É incontornável, ao abordar as OPAs obrigatórias - e pelas razões expostas anteriormente -, falar do Reino Unido. No *City Code on Takeovers and Mergers*, mais concretamente na *rule 9.1*, encontra-se prevista a única exceção ao dever de lançamento da OPA, sendo a mesma referente ao afastamento desse mesmo dever na sequência da aquisição do controlo “*as a result of a voluntary offer made in accordance with the Code*

---

pela liberdade de iniciativa económica [na sua dimensão negativa], *vd.* JORGE COUTINHO DE ABREU, Curso de Direito Comercial – Das Sociedades, Volume II, 8ª Edição, Almedina, 2024, pp. 434 e 435.

<sup>114</sup> Cfr. JULIANO FERREIRA, “Exceções (...), *ob. cit.* p. 213.

to all the holders of voting equity share capital and other transferable securities carrying voting rights”. Não encontramos, desta feita, derrogação expressa semelhante à da alínea c) do n.º1 do art.189.º no Direito Inglês. No entanto, o dever de lançamento poderá ainda ser dispensado pelo *The Panel* nas situações previstas nas *Notes on Dispensations from Rule 9*, situações essas designadas por *whitewash* e que consistem na votação independente dos sócios em AG – ou seja, sem a participação do sócio que irá adquirir o controlo – da dispensa do dever de lançamento quando ultrapassado o limite relevante no Reino Unido para a obrigatoriedade de lançamento, 30% dos direitos de voto.<sup>115</sup>

Na Alemanha, também não constatamos previsão expressa da derrogação do dever de lançamento quando o controlo é adquirido na sequência de fusão, cabendo à entidade de supervisão - a *BaFin* -, mediante uma avaliação discricionária baseada nos interesses do sócio controlador em confronto com os interesses dos restantes sócios, afastar o dever de lançamento nos casos em que considerar justificado. Nessa avaliação discricionária, e nos termos do § 37 (1) do *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*, a *BaFin* tem em conta a forma de obtenção da participação de controlo, os objetivos do detentor de tal controlo e a efetiva possibilidade de o mesmo exercer o controlo.

Em França, o *Règlement Général de L'Autorité des Marchés Financiers* vem prever que a *Autorité des Marchés Financiers*, ainda que esteja vinculada às derrogações taxativas previstas no art. 234-9, possa analisar as circunstâncias em que o controlo foi adquirido e decidir, ou não, pela derrogação do dever de lançamento mediante o preenchimento dos respetivos pressupostos – art. 234-8. Desta feita, o 3º do art. 234-9 dispõe que a *Autorité des Marchés Financiers* poderá dispensar o dever nos casos em que a ultrapassagem dos limiares surge devido a uma “*opération de fusion (...) soumis à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires*”. A fusão aprovada em AG é aqui prevista como situação de afastamento do dever, não operando, todavia como em Portugal, sem uma análise discricionária por parte da entidade de supervisão, ficando, assim, dependente de uma análise casuísta e a requerimento dos interessados por parte da *Autorité des Marchés Financiers*<sup>116</sup>.

---

<sup>115</sup> Para mais desenvolvimentos, *vd. Ibid.* p.214.

<sup>116</sup> Também Espanha e Itália encontram no seu ordenamento jurídico previsões da situação de afastamento do dever de lançamento de OPA quando o controlo seja adquirido por fusão, estando estabelecidas, contudo, em moldes diferentes do ordenamento português, na medida em que não operam sem um grau de análise discricionário por parte das respetivas autoridades de supervisão– *Vd. Ibid.* pp. 218, 219 e 222. Quanto ao ordenamento espanhol, em particular, *Vd. JAVIER GUTIÉRREZ GILSANZ*, “La fusión como supuesto excluido de la obligación de formular una OPA” in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, Fascicolo 1, 2018, disponível em [http://www.rivistaodc.eu/Article/Archive/index\\_html?idi=-1&idu=-1&idn=2&ida=13](http://www.rivistaodc.eu/Article/Archive/index_html?idi=-1&idu=-1&idn=2&ida=13)

Desta feita, podemos concluir que nos ordenamentos jurídicos analisados não existe uma derrogação do dever de lançamento de OPA, quando o controlo seja adquirido na sequência de fusão, que opere sem uma análise discricionária por parte das entidades de supervisão – como em Portugal -, havendo antes, por outro lado, a previsão de situações de dispensa dependentes da análise da entidade de supervisão nos respetivos termos ou a previsão das situações de *whitewash*<sup>117</sup>. Como nos diz JULIANO FERREIRA relativamente às exceções do dever de lançamento e à sua diversidade no Direito Comparado, ficam em confronto os ordenamentos jurídicos que atribuem às autoridades de supervisão poder discricionário para dispensar, ou não, o dever de lançamento e, em sentido contrário, os ordenamentos mais rígidos e apologistas da segurança jurídica – como o português – que optam por derrogações estabelecidas e com intervenção limitada do supervisor, sem haver uma análise discricionária do caso concreto por parte da autoridade de supervisão. O mesmo autor, e a nosso ver bem, enuncia ainda que os vários ordenamentos jurídicos elaboraram as suas exceções ao dever de lançamento com base numa ponderação “dos múltiplos interesses dos vários agentes do mercado, ora promovendo a iniciativa económica, ora tutelando a posição jurídica dos acionistas minoritários”<sup>118</sup>. Todavia, e no caso concreto da derrogação da alínea c) do n.º1 do art.189.º, não nos parece que tal ponderação tenha sido alcançada de forma eficaz – e no respeito aos princípios estabelecidos na Diretiva, nomeadamente a proteção dos sócios minoritários - no ordenamento nacional.

Recuperando as considerações anteriores, e acrescentando o facto de se estabelecer em Portugal quatro situações de derrogação rígidas e sem a possibilidade de análise casuística por parte da CMVM, inclinamo-nos ainda mais no sentido de não encarar a derrogação *in casu* como estando alinhada com os princípios da Diretiva. Por fim, referir que em Portugal, na nossa perspetiva, esta derrogação quebra a ponderação referida *supra*, tendo sido dada preferência - pelo legislador - à necessidade de reestruturação societária e concentração económica por fusão de um frágil tecido empresarial português face aos interesses dos sócios minoritários que votaram contra e que não tiveram oportunidade de “desinvestir” na sociedade perante a relevante mudança que ocorreu – uma nova posição de domínio.

---

<sup>117</sup> Igualmente neste sentido, Cfr. DOMINGOS SALGADO, OPA e Fusão – Dever de lançamento de OPA e a derrogação por controlo adquirido em resultado da fusão, Relatório de Estágio no Mestrado de Ciências Jurídicas Empresariais, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, 2015, p.83, disponível em <https://run.unl.pt/handle/10362/17145>

<sup>118</sup> Cfr. JULIANO FERREIRA, “Exceções (...), *ob. cit.* pp. 222 e 223.

### 3.2.3 O favorecimento histórico da política legislativa portuguesa às fusões

Além dos fundamentos apontados pela doutrina – e referidos *supra* - para a derrogação do dever de lançamento de OPA quando o controlo seja adquirido por fusão, parece-nos claro que a derrogação em análise surgiu também de uma opção político-legislativa portuguesa com o objetivo de facilitar a “concentração económica e a inerente maximização dos fatores produtivos” que ocorrem com a fusão<sup>119</sup>.

Ao olharmos, a título de exemplo, para o DL 76-A/2006, de 29 de março, para o DL 185/2019, de 12 de Agosto, para o DL 53/2011, de 13 de abril, e para o DL 185/2019, de 12 de agosto – todos com alterações no processo de fusão –, constatamos que os preâmbulos destes diplomas fazem referência ao objetivo de simplificação do regime das fusões que tem sido adotado historicamente, tendo por fim permitir que “estas operações societárias se realizem hoje de forma mais simples, mais rápida e mais barata”<sup>120</sup>.

Como refere RUI PINTO DUARTE, “dois dos fins das regras sobre fusão mantêm-se desde a sua origem: facilitá-la e proteger credores contra os potenciais negativos da mesma”<sup>121</sup>. Interessando-nos, nesta sede, apenas o primeiro fim, facilmente conseguimos compreender que a inexistência da derrogação prevista na alínea c) do n.º1 do art.189.º dificultaria a simplificação do processo de fusão e conseqüentemente o objetivo inerente de reestruturação e concentração económica das sociedades participantes. Imaginando a inexistência da derrogação em análise, e perante o caso em que da fusão resultasse uma nova posição de controlo que originasse o dever de lançamento de OPA, certamente que os processos de fusão diminuiriam, na medida em que o futuro controlador ponderaria melhor a possibilidade de querer prosseguir com o processo de fusão ao saber que teria de lançar OPA obrigatória – com todas as implicações económicas que advêm - na conclusão do processo de fusão.

A nosso ver, a opção político-legislativa portuguesa de estabelecer a derrogação da alínea c) do n.º1 do art. 189.º é compreensível, se tivermos em linha de conta a realidade empresarial nacional de pequena e média dimensão que justifica a simplificação do

---

<sup>119</sup> Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª Edição, Almedina, 2019, p.1067.

<sup>120</sup> Preâmbulo do DL 53/2011, de 13 de abril.

<sup>121</sup> RUI PINTO DUARTE, “Evolução do direito comercial português em matéria de fusão de sociedades” *in* *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 10, Vol.19, Almedina, 2018, p.48.

processo de fusão com vista a incentivar a reestruturação e concentração económica desse mesmo tecido empresarial<sup>122</sup>. No entanto, embora compreensível, não a podemos considerar aceitável. É certo que, como referido anteriormente, o legislador, ao estabelecer exceções ao dever de lançamento, realizou uma ponderação entre interesses de promoção da iniciativa económica e a tutela da posição jurídica dos sócios minoritários. No entanto, mesmo compreendendo a opção político-legislativa nesta matéria, mantemos a posição ao afirmar que, faltando na fusão um direito de exoneração dos sócios discordantes, não houve uma ponderação equilibrada dos múltiplos interesses dos vários agentes do mercado, tendo pesado muito mais a simplificação e incentivo do processo de fusão face à proteção dos sócios minoritários nos termos enunciados na Diretiva.

### 3.2.4 Uma proposta de alteração

Talvez a proposta de alteração mais óbvia, após as considerações feitas *supra*, fosse a de sugerir uma alteração legislativa no sentido de prever a derrogação *in casu* como dispensa, não dependendo, desta feita, a sua aplicação de “uma mera verificação objetiva do facto que subjaz à sua previsão, antes dependendo, acrescidamente, de uma ponderação prévia por parte da CMVM”<sup>123</sup> que, ao analisar o caso concreto, garantiria a efetiva proteção dos sócios minoritários concedendo, ou não, a dispensa.

Todavia, tal alteração resultaria num recuo legislativo até ao antigo CdMVM, diploma que previa uma panóplia de situações de dispensa dependentes de ponderação prévia por parte da CMVM. Essa mesma alteração resultaria igualmente num afastamento da segurança e certeza jurídica em que assenta atualmente o modelo português com a previsão de apenas quatro derrogações do dever de lançamento não dependentes de uma análise discricionária pela CMVM<sup>124</sup>.

Nesse sentido, com vista ao cumprimento dos princípios estabelecidos na Diretiva e objetivos da OPA obrigatória – e cientes de que, embora possa não ser uma solução completamente idónea, há um aproximar, a nosso ver, do regime português aos desígnios

---

<sup>122</sup> A propósito da simplificação do processo de fusão e da sua justificação na realidade da pequena e média dimensão das empresas portuguesas, Vd. JOÃO CALVÃO DA SILVA, Estudos(...), *ob. cit.* p.53.

<sup>123</sup> Cfr. Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, A OPA(...), *ob. cit.* p. 316.

<sup>124</sup> Neste sentido, Vd. JULIANO FERREIRA, “Exceções (...)”, *ob. cit.* p. 222.

da OPA obrigatória – avançamos com a seguinte sugestão de alteração à alínea c), do n.º1 do art.189.º:

*1-O disposto no art. 187.º não se aplica quando a ultrapassagem do limite de direitos de voto relevantes nos termos dessa disposição resultar:*

(...)

*c) Da fusão de sociedades, desde que da deliberação da assembleia geral conste expressamente que da fusão resultará uma nova posição de domínio e na dependência de atribuição aos detentores de participações sociais das sociedades participantes do direito de exoneração nos termos do art. 105.º do DL n.º262/86 (Código das Sociedades Comerciais)<sup>125</sup>.*

Quanto ao direito de saída dos sócios minoritários, o mesmo ficaria assegurado com esta alteração, na medida em que – e recuperando a hipótese académica enunciada *supra* - aqueles que votassem contra o projeto de fusão não ficariam arredados da possibilidade de “desinvestir” na sociedade alvo de uma profunda alteração societária, cuja modificação não mereceu a sua aprovação, passando a ter a garantia de que a derrogação só seria executada caso o direito de exoneração estivesse previsto nos contratos de sociedade das sociedades participantes na fusão ou fosse reconhecido na operação em causa. Desta feita, o sócio que votasse contra o projeto de fusão, e que vislumbrasse uma nova posição de domínio após a fusão, teria a possibilidade, nos termos do art. 105.º do CSC, de sair da sociedade, exigindo que a sociedade adquirisse ou fizesse adquirir a sua participação social. Quanto à efetivação do direito de exoneração, o mesmo poderia ser exercido no prazo de um mês após a deliberação da fusão, mediante uma declaração dirigida à sociedade que *é recipienda* – não dependendo de aceitação para a produção de efeitos<sup>126</sup>.

No referente ao prémio de controlo, tal solução apresentada por nós não contempla uma contrapartida nos termos da alínea a), do n.º1, do art.188.º, não apresentado, assim, um prémio de controlo na contrapartida. Note-se que à luz do art.188.º a contrapartida é paga pelo novo controlador aos sócios minoritários nos critérios estabelecidos, enquanto que, nos termos do n.º1, n.º2 e n.º3 do art. 105.º do CSC, a contrapartida é paga pela própria sociedade ou por terceiro que a sociedade faça adquirir a participação. Nessa medida, e em termos distintos dos estabelecidos no art. 188.º, o n.2 do art. 105.º do CSC

---

<sup>125</sup> Sublinhado nosso meramente para contexto académico.

<sup>126</sup> Cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES, M&A (...), *ob. cit.* p.157.

vem prever que a contrapartida é calculada, e salvo estipulação diversa no contrato de sociedade ou mediante acordo das partes, nos termos do art. 1021.º do CC por referência ao momento da deliberação da fusão, por um ROC designado por mútuo acordo, ou, na falta de acordo, por um ROC designado pela respetiva Ordem.

Na nossa solução, embora não exista um prémio de controlo - tendo em conta que o novo controlador obteve tal controlo através da relação de troca consequente do processo de fusão e não de uma aquisição de participações sociais a outros sócios - a nosso ver, os desígnios de proteção dos minoritários estabelecidos na Diretiva ficam mais próximos de serem cumpridos. Nesta sugestão avançada, não há a possibilidade de um sócio que, mesmo expressando o seu desacordo para com a operação de fusão através do seu voto, acabe por constatar negada a sua proteção nos termos da Diretiva, bastando-nos isso para avançar com tal sugestão. Embora tal solução apresentada pareça redundante<sup>127</sup>, além de o direito de exoneração ser apenas concedido a quem vote contra o projeto de fusão, note-se, como referido anteriormente, que nos termos do art. 105.º do CSC o exercício desse direito fica dependente de uma declaração dirigida à sociedade no prazo de um mês a contar da data de deliberação, enquanto que, na OPA obrigatória, o novo controlador tem o dever de lançar OPA sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos após a verificação do facto constitutivo do dever de lançamento – n.º1 do art. 191.º. Assim, tendo em conta que o exercício do direito de exoneração fica dependente de um voto contra no projeto de fusão, tais situações serão, à partida, reduzidas, se tivermos em linha de conta que as fusões visam, por norma, a concentração económica e a evolução positiva da nova/incorporante sociedade, não querendo os sócios, à partida, votar contra um projeto de fusão hipoteticamente benéfico. Todavia, o que propomos nesta solução é apresentar uma efetiva proteção aos sócios que acabam por votar contra o projeto de fusão por não concordarem com a realização da mesma “por razões sociopolíticas ou por simples convicções pessoais”<sup>128</sup>, algo que, no nosso entendimento, na legislação atual – e contra a Diretiva – não é cumprido atualmente em Portugal.

---

<sup>127</sup> No pressuposto de que perante a ausência de previsão do direito de exoneração nas sociedades participantes na fusão a derrogação não se aplica.

<sup>128</sup> Cfr. GUILHERME GARRIDO GASPARGAR, “A Tutela(...)”, *ob. cit.* p. 402.

## Conclusão

Sem prejuízo de termos vindo ao longo da presente Dissertação a elaborar as devidas conclusões e críticas quando justificadas, cabe-nos, aqui chegados, realizar um balanço geral e sintético.

O n.º 5 do art. 4.º da Diretiva 2004/25/CE veio estabelecer um “livro aberto” de derrogações ao dever de lançamento de OPA que poderão ser estabelecidas pelos Estados Membros, desde que em respeito pelos princípios enunciados no n.º 1 do art. 3.º da mesma Diretiva – nomeadamente a proteção dos sócios minoritários. Usando tal liberdade, o CVM prevê quatro situações de derrogação.

A derrogação estabelecida na alínea c) do n.º 1 do art. 189.º - afastamento do dever quando o controlo e ultrapassagem dos limiares do art. 187.º tenham sido alcançados na sequência de uma operação de fusão cujas deliberações de fusão nas Assembleias Gerais das sociedades participantes prevejam expressamente que da operação resultará uma nova posição de domínio – não nos parece estar de acordo com os princípios da Diretiva. Embora parte da doutrina enuncie a *ratio* da derrogação com base no processo de fusão, afirmando que os interesses a acautelar com a OPA obrigatória já se encontram suficientemente protegidos com o processo de fusão, *per se*, e que há uma legitimação do novo controlo, não acompanhamos tal posição. Na ausência de previsão do direito de exoneração no contrato de sociedade das sociedades participantes – apesar de a deliberação de aprovação da fusão nas sociedades anónimas ser decidida por maioria de 2/3 dos direitos dos votos emitidos -, ao sócio que vote contra o projeto de fusão não é conferida uma saída mediante justa contrapartida. Assim, não conseguimos constatar em que medida é que o regime das fusões poderá ser suficiente protetor dos sócios minoritários – à luz dos objetivos da OPA obrigatória e do estabelecido na Diretiva - ao ponto de fundamentar a derrogação estudada.

Ainda que as derrogações ao dever de lançamento da OPA sejam estabelecidas com base numa ponderação entre os interesses económicos envolvidos na operação e a tutela dos sócios minoritários, a nosso ver, a ponderação entre estes dois aspetos não foi equilibrada na definição da derrogação *in casu* (mera informação de que haverá uma alteração de domínio), tendo sido dada total prevalência aos interesses económicos que provêm da fusão – concentração económica e maximização dos fatores produtivos. Assim, na nossa perspetiva, não foi ponderada a tutela dos sócios minoritários na

derrogação da alínea c) do n.º1 do art.189.º, tendo a mesma sido alvo de uma opção político-legislativa que visou não dificultar o processo de fusão. Esta é uma opção compreensível devido à fragilidade do tecido empresarial nacional, mas criticável por não estar de acordo com os fundamentos da OPA obrigatória e com os princípios da Diretiva.

Assim, outra não poderá ser a resposta à questão inicial. A derrogação da alínea c) do n.º1 do art.189.º não concede a devida proteção aos sócios minoritários nos termos dos objetivos regulatórios que presidem ao regime da OPA obrigatória e dos princípios da Diretiva, não havendo, a nosso ver, justificação para tal.

## Bibliografia

- ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades*, Volume II, 8ª Edição, Almedina, 2024;
- ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, *OPA Obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, 2013, estudo disponível em <https://www.institutodosvaloresmobiliarios.pt/docentes> ;
- ANDRADE, CARLOS COSTA E MIGUEL STROKES, “Contributo para o estudo da imputação de direitos de voto no contexto do dever de lançamento de OPA” in *Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários* (Coord. CMVM), Almedina, 2021;
- BÖCKLI, PETER *et al.*, “Response to the European Commission’s Report on the Application of the Takeover Bids Directive” in *Legal Studies Research Paper Series*, Paper No.5/2014, University Cambridge Faculty of Law, 2014, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2362192](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2362192) ;
- BOTELHO, GUSTAVO DE SOUSA, *O Direito de Exoneração do Acionista Minoritário – A saída da sociedade cotada após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas*, Almedina, 2014;
- CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª Edição, Lisboa, Almedina, 2018;
- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, “Da admissibilidade das Chamadas “OPA’s Estatutárias” e dos seus reflexos sobre a Cotação das Ações em Bolsa” in *Juris et de Jure – Nos vinte Anos da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa* (Obra coletiva), Porto, Universidade Católica Portuguesa Porto, 1998;

- CASTRO, CARLOS OSÓRIO *et.al*, “Os casos de Obrigatoriedade do Lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição” in *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*, Edifisco, 1992;
  
- CLARKE, BLANAID, “The role of employees in the Takeover Bids Directive” in *Takeovers with or without worker voice: workers’ rights under the EU Takeover Bids Directive*, Bruxelas, ETUI, 2016, disponível em <https://www.etui.org/publications/books/takeovers-with-or-without-worker-voice-workers-rights-under-the-eu-takeover-bids-directive> ;
  
- CORDEIRO, ANTÓNIO BARRETO MENEZES, *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume I, Almedina, 2015;
  
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES (Coord.) (em específico, anotações de DIOGO COSTA GONÇALVES), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 5.<sup>a</sup> Edição, Almedina, 2022;
  
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “Ofertas públicas de Aquisição” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997;
  
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não realização” in *Revista do Direito das Sociedades*, Ano III, Número 4, Almedina, 2011;
  
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito Europeu das Sociedades*, Almedina, 2005;
  
- COUTO, ANA SÁ, “Breve Comentário à Transposição da Diretiva das OPA” in *Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º25, dezembro de 2006, disponível em <https://www.cmvm.pt/PInstitucional/Content?Input=FD75F2AFC8865F370923C2A1457A2D799050E0965338E9C35D40DA101BA76E1D>;
  
- CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.<sup>a</sup> Edição, Almedina, 2019;
  
- DUARTE, RUI PINTO, “Evolução do direito comercial português em matéria de fusão de sociedades” in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 10, Vol.19, Almedina, 2018;

- ESTACA, JOÃO NUNO, *Oferta Pública de Aquisição Obrigatória, Relatório de Mestrado na Menção de Ciências Jurídico-Comerciais*, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 1995;
- FALCÃO, JOÃO PAULO MENEZES, “A OPA Obrigatória” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume III, Coimbra Editora, 2001;
- FERREIRA, JULIANO, “Exceções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição” in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 3, Vol. 6, Almedina, 2011;
- FERREIRA, MANUEL REQUICHA, “O dever de lançamento de OPA nos casos de sucessão mortis causa” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI, Número 1, Almedina, 2014;
- FERREIRA, MANUEL REQUICHA, *Acordos de Aceitação e de Não Aceitação de OPA*, Almedina, 2015;
- GASPAR, GUILHERME GARRIDO, “A Tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV, Número 2, Almedina, 2012;
- GILSANZ, JAVIER GUTIÉRREZ, “La fusión como supuesto excluído de la obligación de formular uma OPA” in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, Fascicolo 1, 2018, disponível em [http://www.rivistaodc.eu/Article/Archive/index\\_html?idi=-1&idu=-1&idn=2&ida=13](http://www.rivistaodc.eu/Article/Archive/index_html?idi=-1&idu=-1&idn=2&ida=13) ;
- GOMES, JOSÉ FERREIRA *et al.*, *Direito das Sociedades Cotadas* (Coord. José Ferreira Gomes), 2ª Edição, AAFDL Editora, 2023;
- GOMES, JOSÉ FERREIRA, *M&A Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, 2ª Reimpressão, AAFDL Editora, 2022;
- HOPT, KLAUS J., “A Harmonização do Regime das Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) na Europa” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume V, Coimbra Editora, 2004;

- LEAL, MIGUEL RODRIGUES E MIGUEL STOKES, “A prova negativa do domínio no regime português da OPA Obrigatória” in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 10, Volume 20, Almedina, 2018;
  
- MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, *Títulos de Crédito e Valores Mobiliários, Parte II – Valores Mobiliários, Volume I – As ações*, 1ª Edição, Coimbra, Almedina, 2018;
  
- MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, *Valores Mobiliários [Ações]*, Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho, Cad.1, Almedina, 2003;
  
- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, “OPA obrigatória e controlo indireto” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV, Número 3, Almedina, 2012;
  
- PAPADOPOULOS, THOMAS, “The Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and their Deficiencies” in *Law and Financial Markets Review-LFMR*, Vol.1, N.6, 2007, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1088894> ;
  
- PENNINGTON, ROBERT, “Report on takeover and other bids”, 1974, disponível em <https://aei.pitt.edu/33743/> ;
  
- PEREIRA, JORGE BRITO, “A revisão do Código dos Valores Mobiliários e o regime da OPA concorrente” in *Revista do Direito das Sociedades*, Ano XV, Número 2, Almedina, 2023;
  
- PEREIRA, JORGE BRITO, “*The Dark Triad: Private Benefits of Control, Voting Caps and the Mandatory Takeover Rule*” in *DePaul Business & Commercial Law Journal*, Volume 20, Number Fall and Winter 2021-2022, disponível em <https://via.library.depaul.edu/bclj/vol20/iss1/> ;
  
- PEREIRA, JORGE BRITO, *A OPA Obrigatória*, Coimbra, Almedina, 1998;
  
- PINTO, RITA OLIVEIRA, “A extinção do estatuto da sociedade aberta” in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários* (Coord. CMVM), Almedina, 2021;

- ROCHA, FILIPE AFONSO, “Da atuação concertada como fundamento de imputação de direitos de voto à [re] equação dos direitos protestativos de aquisição como critério legitimador de imputação” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano XII, Números 1 a 4, Almedina, 2020;
  
- RODRIGUES, ANDRÉ ALFAR, *Código dos Valores Mobiliários Anotado e Comentado*, 2ª Edição, AAFDL Editora, 2022;
  
- SALGADO, DOMINGOS E JULIANO FERREIRA, “OPA Derrogatória” in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 52, dezembro de 2015, disponível em <https://www.cmvm.pt/PInstitucional/Content?Input=2A6F15884D9B843C75A1C745E4B7B2E2FB7DA24876296980F90A969DE7D22443> ;
  
- SALGADO, DOMINGOS, *OPA e Fusão – Dever de lançamento de OPA e a derrogação por controlo adquirido em resultado da fusão*, Relatório de Estágio no Mestrado de Ciências Jurídicas Empresariais, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, 2015, disponível em <https://run.unl.pt/handle/10362/17145> ;
  
- SANTOS, HUGO MOREDO DOS, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra Editora, 2011;
  
- SEQUEIRA, MANUEL JOSÉ RESENDE CARDOSO, “OPA Obrigatória – Impacto das relações de domínio e de grupo” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI, Número 1, 2014;
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, 2001;
  
- SILVA, PAULA COSTA E, “A constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição no Direito português: a inequívoca opção por um novo paradigma”, in *VII Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2023;
  
- SILVA, PAULA COSTA E, “A Imputação dos Direitos de voto na Oferta Pública de Aquisição”, in *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira* (obra coletiva), Almedina, 2007;

- SILVA, PAULA COSTA E, “Sociedade aberta, domínio e influência dominante” *in Direito dos Valores Mobiliários*, Volume VIII, Coimbra Editora, 2008;
- TAVARES, DIOGO, “Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA” *in Direito das Sociedades em Revista*, Ano 7, Volume 13, Almedina, 2015;
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2ª Edição, Almedina, 2006;
- VAZ, JOÃO CUNHA, *As OPA na União Europeia face ao Novo Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2000;
- VENTURA, RAÚL, “Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários” *in Estudos Vários sobre Sociedade Anónimas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 1992;
- VENTURA, RAÚL, *Fusão, Cisão Transformação de Sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1990;
- VICENTE, DÁRIO MOURA, “Ofertas públicas de aquisição internacionais” *in Direito dos Valores Mobiliários*, Volume VII, Coimbra Editora, 2007;

### **Decisões Jurisprudências e Documentos Suporte**

- Acórdão do Tribunal de Justiça da União Europeia, Processo C-101/08, de 15 de outubro de 2009, Audiolux AS e o. (contra) Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) e o. Bertelsmann AG e o., disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX%3A62008CJ0101> ;
- CMVM, Resposta da CMVM ao requerimento apresentado pela Terra Peregrin relativo à derrogação do dever de lançamento de OPA na sequência da OPA voluntária

preliminarmente por esta anunciada sobre as ações da PT, de 17 de dezembro de 2014, disponível em <https://www.cmvm.pt/PInstitucional/Content?Input=B200F18908BFE41113A2D34E387866785574F064C0672294918943BB8A3A7B99> ;

- Comissão Europeia, Relatório da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões – Aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição, elaborado pela Comissão Europeia, Bruxelas, 28.6.2012, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0347> ;

- Parlamento Europeu, Resolução do Parlamento Europeu, de 21 de maio de 2013, sobre a aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição (2012/2262(INI)), disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013IP0198&from=ET> ;