



# **A OPA Obrigatória**

**Raquel Sofia da Silva Bastos Figueiras**

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade do Porto para obtenção do grau de mestre em Direito, na área de especialização em Ciências Jurídico-Privatísticas, realizada sob a orientação do Professor Doutor Paulo de Tarso Domingues

Porto  
setembro de 2017

## Agradecimentos

Primeiramente agradeço à Faculdade de Direito da Universidade do Porto, casa onde nasci e cresci para o Direito.

Agradeço ao Professor Doutor Paulo de Tarso Domingues, por ter aceitado orientar a presente dissertação, pelos seus sábios conselhos ao longo da realização da mesma, e por me ter encorajado a empreender o estudo naquilo que o coração pedia. Foi com as suas aulas, no último ano da licenciatura, que descobri o gosto pelo Direito das Sociedades.

Agradeço aos meus pais, pelo apoio incondicional. Eles são o meu porto seguro.

Agradeço à Inês, pela disponibilidade no esclarecimento das minhas dúvidas linguísticas e por toda a força que sempre me transmitiu. Mostrou-me que, para lá do Cabo das Tormentas, há um Cabo da Boa Esperança.

Agradeço à minha avó por me ter mostrado a simplicidade da vida.

*“Tenho para mim que a OPA cria à sua volta um ambiente propício ao desenrolar de um drama. A perspectiva de mudanças drásticas nas empresas e de deslocações dos centros de gravidade do poder desperta sentimentos, exalta egos e inflama ódios, provocando alterações de comportamento por vezes surpreendentes. Intriga, ambição, desespero, traição, inveja e ganância entram rapidamente em cena. São os actores principais que tentam conservar ou aumentar o seu poder e realizar mais-valias impensáveis há uns anos. São os secundários que, não tendo acesso a tanto dinheiro ou poder, buscam pelo menos a sua proximidade. É a tensão e ansiedade em torno do resultado da operação.”*

*Os Bastidores da OPA, Manuel Leitão*

*“Na natureza nada se cria e nada se perde, tudo se transforma.”*

*Antoine Lavoisier*

## **Resumo**

A presente dissertação aspira fornecer uma compreensão da consagração legal da OPA obrigatória e analisar o seu regime em Portugal, particularmente nos seus pontos mais controvertidos.

Para tanto, começamos, no primeiro capítulo, por fazer uma breve contextualização acerca da oferta pública de aquisição, em geral, expondo o seu conceito, a sua génese e a sua importância. Posteriormente, no segundo capítulo, focamos o nosso estudo na oferta pública de aquisição obrigatória, em particular. Apresentamos a sua origem e debatemos os argumentos a favor e contra um modelo de OPA obrigatória, avançados pela doutrina.

No terceiro capítulo, e centralmente, analisamos o regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias em Portugal. Dissecamos as soluções vertidas na lei, procurando a sua razão de ser, e fazendo um enquadramento comparatístico entre as soluções internamente consagradas e a Diretiva das OPA.

**Palavras-chave:** OPA obrigatória, controlo, acionistas minoritários

## **Abstract**

This thesis aims to provide an understanding of the mandatory bid rule and analyse its legal regime in Portugal, particularly in its most controverted points.

The first chapter starts by presenting a brief context of the takeover bid in general, explaining the meaning of the concept, its origin and its relevance. The second chapter focuses on the mandatory takeover bid. We present its origin and we debate the pros and cons of a mandatory bid rule, put forward by legal scholarship.

In the third chapter, and centrally, we analyse the regime of the mandatory takeover bids in Portugal. We analyse the solutions enshrined in the law, looking for its *raison d'être*, and we undertake a comparative study using the Portuguese national solutions and the EU Directive on takeover bids.

**Keywords:** mandatory takeover bid, control, minority shareholders

## Sumário

Introdução .....	6
CAPÍTULO I – A OPA: BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO .....	8
1. Conceito e génese .....	8
2. A importância da OPA.....	9
3. A OPA em Portugal .....	10
Capítulo II – A OPA OBRIGATÓRIA: PRIMEIRA APROXIMAÇÃO.....	13
1. Conceito e génese .....	13
2. O debate em torno da OPA obrigatória .....	14
2.1. A proteção da minoria.....	15
2.1.1. <i>O princípio da igualdade de tratamento</i> .....	15
2.1.2. <i>A distribuição do prémio de controlo</i> .....	16
2.1.3. <i>A saída dos acionistas minoritários</i> .....	18
2.2. A transparência do mercado mobiliário .....	19
Capítulo III – A OPA OBRIGATÓRIA EM PORTUGAL.....	20
1. Breve síntese da evolução legislativa .....	20
1.1. O Código das Sociedades Comerciais.....	20
1.2. O Código do Mercado de Valores Mobiliários .....	21
1.3. O Código dos Valores Mobiliários e a Diretiva das OPA.....	22
2. O regime vigente.....	25
2.1. O dever de lançamento de oferta pública de aquisição.....	25
2.2. As sociedades visadas .....	25
2.3. Âmbito subjetivo.....	26
2.3.1. <i>Sujeito passivo</i> .....	26
2.3.2. <i>Direitos de voto contados como do oferente</i> .....	27
2.3.3. <i>Percentagens relevantes dos direitos de voto</i> .....	29

2.3.4. <i>A imputação de direitos de voto e a OPA obrigatória</i> .....	30
2.3.5. <i>Exclusão do dever: autonomia privada e prova negativa do domínio</i> .....	36
2.4. Os valores mobiliários visados pela oferta .....	38
2.4.1. <i>Ações e outros valores mobiliários que confirmam o direito à sua subscrição ou aquisição</i> .....	38
2.4.2. <i>Princípio da generalidade da oferta</i> .....	39
2.4.3. <i>Princípio da universalidade da oferta</i> .....	39
2.5. A contrapartida mínima .....	41
2.6. Derrogações .....	45
2.6.1. <i>Oferta pública de aquisição voluntária prévia</i> .....	45
2.6.2. <i>Saneamento</i> .....	46
2.6.3. <i>Fusão de sociedades</i> .....	47
2.7. Suspensão do dever .....	48
2.8. Cumprimento .....	51
2.9 Consequências do incumprimento do dever .....	52
Peroração .....	54
Bibliografia .....	56

## Introdução

“As OPA podem ser obrigatórias?”, alguém nos perguntou quando revelámos o tema da presente dissertação.

De facto, a decisão de lançamento de uma oferta pública de aquisição é, em princípio, livre. O oferente, depois de ponderar as vantagens e desvantagens que podem advir do recurso à mesma, opta por lançar mão dela ou não. Nas palavras de Menezes Cordeiro, a oferta pública de aquisição é “uma operação essencialmente livre e não uma exceção tolerada”<sup>1</sup>. Claro está que, como avançaremos no nosso estudo, a OPA, nos nossos dias, tem uma disciplina legislativamente consagrada, tendo o oferente de estar sujeito às regras estabelecidas na lei, aos regulamentos aplicáveis e ao controlo de autoridades de supervisão, como é o caso, entre nós, da CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários).

Porém, em certas circunstâncias, o legislador, em diversos ordenamentos jurídicos, como é o caso do português, e atualmente da União Europeia, impôs um dever de lançamento de oferta pública de aquisição. No ponto 12 do preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, pode ler-se: “O regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias assenta na ideia geral de que os benefícios da aquisição do domínio sobre uma sociedade aberta devem ser partilhados pelos accionistas minoritários.” Já no considerando 9 da Diretiva das OPA podemos ler: “Os Estados-Membros deverão tomar as medidas necessárias para proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma mudança do controlo das sociedades.” Contudo, a consagração deste dever não é incontroversa “no plano das escolhas de política legislativa”<sup>2</sup>. Na doutrina, gera-se uma grande discussão em torno dos fundamentos da OPA obrigatória.

Propomo-nos, então, com o nosso estudo, fornecer uma compreensão da consagração legal da OPA obrigatória e uma análise do seu regime em Portugal.

Assim, começaremos, no primeiro capítulo, por fazer uma breve abordagem das ofertas públicas de aquisição, em geral, para enquadrar o leitor no tema, fornecendo explicações base. No segundo capítulo, entraremos no tema das ofertas públicas de aquisição obrigatórias em particular. Explicitaremos o conceito, e a génese da oferta pública de aquisição obrigatória.

---

<sup>1</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Ofertas públicas de aquisição”, Separata de *Direito dos Valores Mobiliários*, *Revista da Faculdade de Direito de Lisboa*, Lex, Lisboa, p. 274.

<sup>2</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 3.ª edição, 2016, p. 637.

Apresentaremos os principais argumentos, apontados pela doutrina, para a sua consagração e os respectivos contra-argumentos.

No terceiro capítulo, depois de uma breve, e necessária, perspectiva histórica, procederemos à análise do regime da OPA obrigatória atualmente consagrado no ordenamento jurídico português. Discutiremos diversos pontos do regime. Buscaremos as soluções mais adequadas para a interpretação das normas, estabelecendo, sempre que se afigure oportuno, um termo comparatístico entre as soluções internamente consagradas e a Diretiva das OPA.

## CAPÍTULO I – A OPA: BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO

### 1. Conceito e génese

Genericamente, e utilizando as palavras de Paulo Câmara<sup>3</sup>, a oferta pública de aquisição, ou OPA, é uma proposta dirigida “ao público tendo em vista a aquisição de valores mobiliários, através de um processo estabelecido por lei”<sup>4 5</sup>. Melhor concretizando, a OPA consubstancia conjuntamente uma proposta e um processo<sup>6</sup>. É uma proposta contratual dirigida ao público que tem como objetivo a aquisição de valores mobiliários já emitidos. E é um processo legislativamente regulado que impõe a obediência a uma tramitação específica.

As ofertas públicas de aquisição não foram criadas pelo legislador, mas sim pela prática, tendo sido posteriormente reguladas pela lei<sup>7</sup>. Têm origem anglo-saxónica. Surgiram nos finais dos anos 40, na Inglaterra e nos Estados Unidos da América<sup>8 9</sup>. Sendo o carácter destas OPA

---

<sup>3</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 3.ª edição, 2016, p. 595.

<sup>4</sup> São várias as noções avançadas pela doutrina, vide HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra Editora, Lisboa/Coimbra, 2011, p. 165 ss.; AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA: Da Oferta Pública de Aquisição e Seu Regime Jurídico*, Coimbra Editora, Coimbra, 1995, p. 13; JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia Face ao Novo Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2000, p. 21; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Ofertas públicas de aquisição”, separata de *Direito dos Valores Mobiliários, Revista da Faculdade de Direito de Lisboa*, Lex, Lisboa, p. 267 e “OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não realização”, *Revista de Direito das Sociedades*, n.º 4, ano III, 2011, p. 930; JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Estudos de Direito Comercial (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 1994, p. 208; JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, Almedina, Coimbra, 1998, p. 21 ss.; JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória: fundamentos e regime no novo Código dos Valores Mobiliários”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, p. 185; RAÚL VENTURA, *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1992, p. 122.

<sup>5</sup> No âmbito da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril, relativa às ofertas públicas de aquisição, é-nos fornecida uma definição de oferta pública de aquisição para efeitos da mesma no seu artigo 2.º, n.º 1, alínea a). Assim, de acordo com a mesma, entende-se por “‘Oferta pública de aquisição’ ou ‘oferta’: uma oferta pública (que não pela sociedade visada) feita aos titulares de valores mobiliários de uma sociedade para adquirir a totalidade ou parte desses valores mobiliários, independentemente de essa oferta ser obrigatória ou voluntária, na condição de ser subsequente à aquisição do controlo da sociedade visada ou ter por objectivo essa aquisição do controlo nos termos do direito nacional”.

<sup>6</sup> Veja-se, a este propósito: JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, pp. 23 e ss.; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 166 e 167; RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...*, pp. 121 e 122; JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória...”, pp. 185 e 186.

<sup>7</sup> Sobre a génese das ofertas públicas de aquisição, vide AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA...*, pp. 21 ss., e ainda RAÚL VENTURA, *Estudos...*, pp. 127 ss.; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Ofertas...”, pp. 268 ss.; e HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 167 ss.

<sup>8</sup> Como salienta AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA...*, p. 21, nota 20, não obstante todos os autores concordarem quanto à sua origem anglo-saxónica, há discordâncias quanto à questão de saber se foi primeiro nos EUA ou na Inglaterra que a mesma surgiu.

<sup>9</sup> Segundo AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA...*, pp. 21 ss., na Inglaterra, após a Segunda Guerra Mundial, muitas sociedades tornaram-se vulneráveis a *take-over-bids*, cujo único objetivo era aceder às disponibilidades de caixa, vender os ativos que se encontravam subavaliados no balanço, ou dissolvê-las de seguida obtendo os “lucros da liquidação”. Tratavam-se, mormente, de OPA hostis.

agressivo e hostil, gerou-se a necessidade de criação de um enquadramento normativo para as mesmas. Em Inglaterra, apenas em 1959 surgiu um código de conduta denominado *Notes on Amalgations of British Business*<sup>10</sup>, também conhecido por *City Memorandum*.

Na Europa continental, a primeira OPA a ser lançada aconteceu na Bélgica, em 1957. Foi a OPA da Ideal Standard, S.A. sobre a Sanibel, S.A. Porém, as OPA só vieram ao conhecimento do grande público na década de 60, fruto de algumas OPA agressivas. Não se verificou, contudo, até meados dos anos 80, um desenvolvimento idêntico ao verificado na Inglaterra e nos Estados Unidos da América.

## 2. A importância da OPA

As ofertas públicas de aquisição estão ligadas ao controlo de sociedades<sup>11</sup>, mais propriamente das sociedades emittentes de ações<sup>12</sup>. Configuram-se, assim, como uma “*técnica de concentração do controlo nas mãos do oferente*”<sup>13</sup>. Através desta operação, é possível alcançar ou reforçar o controlo sobre a sociedade visada, desde que o seu objeto inclua valores que efetiva ou potencialmente (como acontece, por exemplo, com as obrigações convertíveis em ações) representem capital com direito de voto. Esse controlo pode ser alcançado dirigindo-se diretamente aos acionistas da sociedade, ultrapassando o chamado grupo de controlo<sup>14</sup>.

A compra sistemática de ações em bolsa (*remassage*) também pode ser utilizada com igual desiderato<sup>15</sup>. A *remassage* consiste “em o interessado comprar pouco a pouco, em bolsa, ações da sociedade visada, até atingir um número de títulos que lhe atribuam o controlo”<sup>16</sup>.

---

Já nos Estados Unidos da América, de acordo com o mesmo autor, até meados dos anos 50, a técnica mais utilizada para adquirir o domínio de uma sociedade, havendo oposição por parte do grupo de controlo, era o *Proxy Contest* – “um acionista decide solicitar procurações especiais (*proxy*) aos outros acionistas para uma determinada assembleia da sociedade, máxime destinada a eleger os corpos dirigentes, em competição (*contest*) com o grupo dirigente”. No entanto, a utilização desta técnica acarretava diversos inconvenientes. Sendo a *tender-offer* (designação utilizada para a OPA nos EUA) uma “técnica mais agressiva, mais simples, mais dúctil e menos dispendiosa do que a *proxy contest*, não admira que se tenha difundido rapidamente”.

<sup>10</sup> Mas, como salienta JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA...*, p. 73, este foi “*mais honrado no seu incumprimento do que na sua observância*”.

<sup>11</sup> Para uma breve bibliografia acerca da matéria do controlo societário, vide HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 168, nota 275.

<sup>12</sup> Neste sentido, vide PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 596; e HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 168.

<sup>13</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 596.

<sup>14</sup> Veja-se AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA...*, p. 14.

<sup>15</sup> Aqui seguiremos AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA...*, pp. 16 ss.; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 170 e 171; e ainda JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA...*, pp. 23 ss.

<sup>16</sup> AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA...*, p. 16.

Porém, a OPA oferece um conjunto de vantagens relativamente a esta operação, o que faz dela uma técnica particularmente atrativa:

- a) Permite a aquisição do controlo somente mediante uma única operação, expedita, com custos fixados previamente.
- b) Não suporta os riscos de insucesso que podem potencialmente advir da *remassage*, visto estar subordinada à obtenção de uma dada percentagem de aceitação. Isto vai facilitar a obtenção de “apoio financeiro por parte da banca que não estaria interessada no financiamento de transações individuais de compra de ações”<sup>17</sup>.
- c) É dirigida simultaneamente, e mediante as mesmas condições, a todos os titulares de valores mobiliários, instituindo um tratamento paritário entre os destinatários<sup>18</sup>. Visando adquirir o controlo da sociedade através da aquisição de valores mobiliários disseminados, através da OPA é proposto o mesmo valor para todos eles, fazendo com que todos os acionistas irmanamente comunguem do “prémio de controlo”, e não apenas o grupo de controlo.
- d) Desenrola-se publicamente, ao contrário do que acontece com as compras sistemáticas em bolsa, onde o secretismo é a chave do sucesso da operação, advindo o risco, para o adquirente, da sua estratégia ser descoberta.

Apesar do que adiantámos, a *remassage* e a OPA “não devem ser vistas como ferramentas alternativas para tomar o controlo”<sup>19</sup>. A *remassage* pode ser utilizada como forma de alcançar uma posição mais forte na estrutura acionista, colocando “o dedo grande do pé no capital da visada”<sup>20</sup> (*toe hold*) para depois lançar uma OPA.<sup>21</sup>

### 3. A OPA em Portugal

Em Portugal, só em fevereiro de 1989 se assistiu ao lançamento da primeira OPA. Esta foi lançada sobre a Betão-Liz, S. A., conjuntamente pela CIMPOR-Cimentos de Portugal, E. P., pela SEICL-Companhia Geral de Cal e Cimento, S. A., e pela ASLAND, com o fito de reforçar o domínio da sociedade visada. Após essa primeira experiência, nesse ano, surgiram mais seis

---

<sup>17</sup> JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA...*, p. 24.

<sup>18</sup> Também alertando para a importância da OPA enquanto operação que institui um tratamento paritário entre os seus destinatários, vide PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 598.

<sup>19</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 170.

<sup>20</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 171, nota 280. Trata-se da tradução da expressão inglesa *toe hold*, avançada por este autor.

<sup>21</sup> Vide HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 170 e 171.

OPA<sup>22</sup>. Porém, enquanto que, noutras latitudes, a OPA surgiu da prática, tendo-se posteriormente operado a sua positivação, em Portugal, aconteceu precisamente o contrário.

Entre nós, o Decreto-Lei n.º 371/78, de 30 de novembro, referia-se às ofertas públicas de aquisição, no seu artigo 1.º, n.º 1, alínea c), mas somente para sujeitar à autorização do Ministro das Finanças o lançamento destas. Não previa qualquer disciplina para as mesmas.

Esse regime chegou com o Código das Sociedades Comerciais (CSC), instituído pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro, no seu Título IV, Capítulo III, Secção II, mais concretamente nos seus artigos 306.º a 315.<sup>23</sup>. Ou seja, chegou antes da primeira OPA em Portugal ver a luz do dia. Essa precedência da lei à prática, como alerta Augusto Teixeira Garcia, “se não arredou por completo a possibilidade de abusos, pelo menos limitou-a grandemente, e daí não se tenha assistido, em Portugal, a nenhuma situação idêntica àquelas que atraíram a atenção do grande público na maior parte dos países que conhecem esta operação”<sup>24 25</sup>. Mas se, por um lado, afastou as consequências nefastas que podiam advir de possíveis abusos, por outro, pautou-se por uma certa artificialidade<sup>26</sup>.

Com a entrada em vigor do Código do Mercado de Valores Mobiliários (CódMVM), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de abril, seguiu-se uma fase em que assistimos a uma coexistência entre o regime do CSC e o do CódMVM. O Capítulo I do Título IV deste último estabelecia, também, uma disciplina para as ofertas públicas de aquisição<sup>27</sup>. Posteriormente, a CMVM regulamentou amplamente sobre a matéria, à luz da competência que lhe foi atribuída pelo Código<sup>28</sup>.

---

<sup>22</sup> Sobre a origem e evolução legislativa das OPA em Portugal, *vide* AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA...*, pp. 30 e ss.; JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA...*, pp. 52 ss. e PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 591 e ss.

<sup>23</sup> Este regime estava dividido em dois grupos: por um lado, pretendia regular o programa contratual que adviria do lançamento da OPA; por outro lado, regulava a questão da oferta pública obrigatória (JOSÉ BRITO PEREIRA, *A OPA...*, p. 55).

<sup>24</sup> AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, “OPA...”, p. 32.

<sup>25</sup> Acerca da disciplina originária da OPA, *vide* VASCO DA GAMA LOBO XAVIER, “Defensive measures against takeovers in Portugal”, in J. M. M. Maeijer (ed.), *Defensive Measures Against Hostile Takeovers in the Common Market*, Kluwer Academic Publishers, 1990, pp. 197-200; LUÍS BRITO CORREIA, *Direito Comercial: Sociedades Comerciais*, 2.º vol., AAFDL, [Lisboa], 1989, pp. 392 ss.

<sup>26</sup> *Vide* JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA...*, p. 53.

<sup>27</sup> Este novo Código veio colmatar inúmeras lacunas que existiam no CSC quanto ao programa contratual da OPA e impor novas regras no que diz respeito à OPA obrigatória (JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA...*, pp. 61 ss.).

<sup>28</sup> Sobre o regime da OPA, durante o período em que a mesma viveu sob a égide desta regulamentação bipartida, *vide* RAÚL VENTURA, *Estudos...*, pp. 105 ss.; AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA...*; JOSÉ NUNES PEREIRA, “O regime jurídico das ofertas públicas de aquisição no recente Código do Mercado de Valores Mobiliários: Principais desenvolvimentos e inovações”, *Revista da Banca*, n.º 18, abril-junho de 1991, pp. 29-98; JOSÉ MIGUEL JÚDICE/MARIA LUÍSA ANTAS/ANTÓNIO ARTUR FERREIRA/JORGE BRITO PEREIRA, *OPA: Ofertas Públicas de Aquisição (Legislação Comentada)*, Semanário Económico, Lisboa, 1992; CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “Os casos de obrigatoriedade de lançamento de uma oferta pública de aquisição”, in AA.VV., *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*, Edifisco, Lisboa, 1992, pp. 7-77.

Este regime veio ainda a ser subsequentemente alterado com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de outubro, que, além de ter implicado uma profunda alteração na disciplina vigente até então, veio acabar com o regime bipartido entre CSC e CódMVM<sup>29</sup>.

Finalmente, através do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, nascia o Código dos Valores Mobiliários (e já não do Mercado de Valores Mobiliários), atualmente ainda em vigor. À luz deste Código, a disciplina das OPA veio a sofrer alterações, podendo destacar aqui aquela que foi fruto da transposição da Diretiva das OPA (Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril) para o ordenamento jurídico interno. Essa transposição foi efetuada através do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de novembro.

Em Portugal, os regimes das ofertas públicas de aquisição sucediam-se “à razão média de um por cada quatro anos”<sup>30</sup>. Os dados legislativos só estabilizaram na última década. “Para tal, revela-se determinante o silêncio que a Comissão Europeia dedica à futura revisão da Diretiva europeia sobre as OPAs, que já inquieta alguma literatura mais atenta.”<sup>31</sup> Aguardemos.

---

<sup>29</sup> Sobre a OPA, na bibliografia nacional, depois da alteração operada em 1995, *vide* ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Ofertas...”, e JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA...*; JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Estudos...*, pp. 207 ss.

<sup>30</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 594.

<sup>31</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 594.

## Capítulo II – A OPA OBRIGATÓRIA: PRIMEIRA APROXIMAÇÃO

### 1. Conceito e génese

A oferta pública de aquisição é, em princípio, livre, facultativa, no âmbito de uma economia de mercado<sup>32</sup>. Configura um ato de autonomia privada. Dentro da liberdade negocial<sup>33</sup>, o oferente, depois de ponderar as vantagens e as desvantagens da utilização desta operação, pode optar por lançar mão dela ou não<sup>34</sup>. Claro está que o oferente terá sempre de obedecer às regras estabelecidas na lei e em todos os regulamentos aplicáveis. Ainda poderá estar sujeito ao controlo de uma autoridade de supervisão, como é o caso, entre nós, da CMVM<sup>35</sup>. Este aspeto está embutido na própria noção de oferta pública de aquisição, que adiantámos no início do nosso estudo.

Apesar do oferente ter sempre a opção de adquirir ou não os valores mobiliários, através de uma OPA ou recorrendo a outro meio, em certas circunstâncias, o legislador, em diversos ordenamentos jurídicos, introduziu limitações a este princípio de liberdade, impondo o dever de lançamento de OPA. Assim, surge a distinção entre a OPA voluntária, ou seja, aquela que “assenta numa decisão do oferente incondicionada por lei”<sup>36</sup>, e a OPA obrigatória, “cujo lançamento surge em cumprimento de uma imposição legal”<sup>37</sup>.

---

<sup>32</sup> Entre nós, antes da entrada em vigor do CSC, o Decreto-Lei n.º 371/78, de 30 de novembro, no seu artigo 1.º, n.º 1, fazia depender as ofertas públicas de aquisição de autorização do Ministro das Finanças. Já antes da vigência do Código do Mercado de Valores Mobiliários, a oferta pública de aquisição, para ser lançada, tinha de ser previamente submetida à comissão diretiva da Bolsa de Valores competente, a qual poderia proibir o seu lançamento ou, se não fosse o caso, teria de autorizar a publicação do respetivo anúncio (308.º, n.º 4, do CSC). O CódMVM veio estabelecer, no seu artigo 526.º, que a realização de uma oferta pública de aquisição é livre, não dependendo de autorização administrativa (JOSÉ NUNES PEREIRA, “O regime...”, pp. 47 ss.).

<sup>33</sup> Segundo JOÃO CALVÃO DA SILVA, “OPA convencional obrigatória”, in *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 2001, pp. 90 e 91, numa economia de mercado, como é o caso da economia portuguesa, valem os princípios da livre iniciativa e do direito de propriedade, de acordo com os artigos 61.º, n.º 1 e 62.º da CRP, sendo que, da livre iniciativa privada e da propriedade privada, decorre a liberdade negocial.

<sup>34</sup> Veja-se, a este propósito, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Da tomada de sociedades (*takeover*): efetivação, valoração e técnicas de defesa”, *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 54, dezembro de 1994, p. 765, “Ofertas...”, p. 274, e “OPAs...”, p. 962; JOÃO CALVÃO DA SILVA, “OPA...”, p. 90 e 91; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 174 e 175; JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, p. 186; JORGE RIBEIRO MENDONÇA, “A tomada de sociedade através de oferta pública de aquisição”, *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, vol. XLV, n.ºs 1 e 2, 2004, pp. 55 e 56.

<sup>35</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, “OPA...”, pp. 93 e 94, e HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 173 e 174.

<sup>36</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 600.

<sup>37</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 600.

A OPA obrigatória surgiu pela primeira vez em Inglaterra, com o *City Code*, tendo-se alargado a outros países da Europa continental<sup>38 39</sup>. Este modelo de OPA obrigatória não é adotado, porém, em todas as latitudes. Nos Estados Unidos da América, o *Williams Act* de 1968 estabelece as regras básicas das *tender offers*.<sup>40</sup> Porém, a nível federal, não há nenhuma norma que imponha a OPA obrigatória (*mandatory bid rule*). Tão pouco os seus estados são impedidos de adotar semelhante regra. No estado de Delaware, tal regra não é adotada. Tendo em conta o papel relevante que o estado de Delaware assume, como sustenta Edmund-Philipp Schuster, podemos dizer, de uma forma simplificada, que os Estados Unidos “não preveem” uma regra de OPA obrigatória<sup>41 42</sup>.

Esta última afirmação serve-nos de aperitivo para o debate subsequente. Afinal se um modelo de OPA obrigatória não é adotado em todos os países, porque é que isso acontece? Quais são os argumentos que se podem esgrimir a favor e contra um modelo de OPA obrigatória?

## 2. O debate em torno da OPA obrigatória

Na doutrina, podemos encontrar uma compilação de fundamentos que defendem a opção legislativa por um modelo de OPA obrigatória e outras tantas críticas a este modelo. Como adiantámos, nem todos os países consagram um modelo de OPA obrigatória. Afinal, o estabelecimento de um modelo de oferta pública de aquisição obrigatória implica o reconhecimento da “incapacidade do mercado para promover uma tutela adequada dos interesses em jogo”<sup>43</sup>. Portugal está entre os países que consagra este modelo<sup>44</sup>.

---

<sup>38</sup> Veja-se JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA...*, pp. 76 ss.

<sup>39</sup> Há “quem sufrague a ideia de que o sistema da opa obrigatória se difundiu mais por imitação do modelo inglês do que por fundadas razões” (HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 178). Mais à frente no nosso estudo teremos ocasião para apreciar se, de facto, existem ou não as razões atendíveis para a consagração deste sistema ou se tratou-se de uma importação de um modelo estrangeiro acrítica.

<sup>40</sup> Cfr. GUIDO FERRARINI e GEOFFREY P. MILLER, “A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe”, *Cornell International Law Journal*: Vol. 42: Iss. 3, Article 1, 2009, disponível em <<http://scholarship.law.cornell.edu/cilj/vol42/iss3/1>>, p. 304.

<sup>41</sup> Cfr. EDMUND-PHILIPP SCHUSTER, *Efficiency in Private Control Sales – The Case of Mandatory Bids*, Law, Society and Economy Working Papers, 2010, disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1610259>>, pp. 9 ss. Segundo este autor, apenas três estados (dos EUA) preveem uma regra comparável à *mandatory bid rule*.

<sup>42</sup> Para uma perspetiva comparada, veja-se ainda: MARCO VENTURUZZO, *The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not so Different (Political and Economic) Ends?*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 06-07, 2005, disponível em <<https://ssrn.com/abstract=819764>>.

<sup>43</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p 182.

<sup>44</sup> Atualmente, o artigo 187.º do CVM dispõe, no seu n.º 1: “Aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, directamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto

## 2.1. A proteção da minoria

O principal fundamento invocado, pela doutrina, para justificar a obrigatoriedade de lançamento de uma oferta pública de aquisição reside na proteção das minorias ou, “se se preferir e pelo prisma do mercado, dos investidores”<sup>45 46</sup>.

### 2.1.1. O princípio da igualdade de tratamento

Com o sistema de OPA obrigatória, pretende-se, respeitar o princípio da igualdade de tratamento entre acionistas<sup>47</sup>, evitando desigualdades entre aqueles que transmitiram o controlo e aqueles que permaneceram na sociedade. Aplicando este modelo, dar-se-ia oportunidade aos acionistas que se quedaram na sociedade de alienarem as suas posições, saindo da sociedade, com as mesmas condições que foram oferecidas aos acionistas que transmitiram o controlo. É-lhes assim assegurada “uma porta de saída da empresa em caso de mudança de controlo, se não quiserem ficar prisioneiros do novo domínio, do novo comando”<sup>48</sup>, mediante um preço justo.

O princípio do igual tratamento tem como implicação, como ficou atrás veiculado, conferir a faculdade de saída dos acionistas da sociedade. Porém, aqui há que tomar em linha de conta a distinção entre oferta geral/total e parcial<sup>49 50</sup>. A verdadeira igualdade de tratamento

---

correspondentes ao capital social tem o dever de lançar uma oferta pública de aquisição sobre a totalidade das acções e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição”. O n.º 2 afirma que não “é exigível o lançamento da oferta quando, ultrapassando o limite de um terço, a pessoa que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada, nem estar com esta em relação de grupo”. Mais à frente no nosso estudo, teremos oportunidade de fazer uma breve análise da evolução legislativa que ocorreu até chegarmos a esta redação do artigo 187.º, bem como de vermos em detalhe o que significam os preceitos transcritos.

<sup>45</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “OPAs...”, p. 963.

<sup>46</sup> Veja-se, a este propósito, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 189 e ss.; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “OPAs...”, pp. 963-964; “Ofertas Públicas...”, pp. 278-279; LUIS BRITO CORREIA, *Direito...*, p. 396; JOÃO CALVÃO DA SILVA, “OPA...”, p. 96; JOSÉ NUNES PEREIRA, “O regime...”, p. 82.

<sup>47</sup> Referindo-se especificamente à igualdade de tratamento, veja-se, na doutrina nacional, JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão do dever de lançamento de OPA”, *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 2001, pp. 24 e 25; JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, pp. 190 ss.; AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA...*, p. 209; JOSÉ NUNES PEREIRA, “O regime...”, pp. 80 e ss.; FERNANDO DA COSTA LIMA, “A experiência das OPA em Portugal”, *O Economista – Anuário da Economia Portuguesa*, 1995, p. 72; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 191 e ss.; PAULO CÂMARA, “O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, pp. 245 e ss.

<sup>48</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão...”, p. 24.

<sup>49</sup> Sobre a distinção entre oferta geral e oferta parcial, vide PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 599 e 600. A oferta geral é aquela que “visa o universo das ações e dos valores mobiliários que deem direito à sua subscrição ou aquisição emitidos pela sociedade visada. Nesta qualificação é lícito descontar os valores já detidos pelo oferente.” Já a oferta parcial “se caracteriza pelo facto de o respetivo objeto ser mais circunscrito que o da oferta geral”, ou seja, terá por objeto só parte desses valores mobiliários.

<sup>50</sup> No âmbito do presente trabalho, usaremos oferta total e geral como sinónimos, não obstante haver alguma doutrina que usa o termo oferta geral unicamente para qualificar uma oferta dirigida a todos os titulares de valores mobiliários, como são, aliás, hoje em dia, todas as OPA (173.º, n.º 1, do CVM).

só é alcançada através de uma oferta total. Numa oferta parcial, as declarações de aceitação excedentárias ficam sujeitas a rateio dentro do possível<sup>51</sup>.

Vozes, porém, “cantam” no sentido do princípio da igualdade de tratamento não poder ser evocado para defender um sistema de obrigatoriedade. Há quem sustente que o princípio da igualdade surge para evitar que a sociedade possa beneficiar certos acionistas em detrimento de outros, só se manifestando na relação entre os sócios e a sociedade<sup>52 53</sup>.

Mas, se é certo que o princípio da igualdade de tratamento apresenta as suas raízes no Direito das Sociedades, é inegável que, hodiernamente, apresenta consagração no âmbito do Direito dos Valores Mobiliários. Entre nós, podemos ver referências a este princípio nos artigos 15.º e 112.º do CVM<sup>54</sup>, “alargando a sua aplicação a quadros que exorbitam claramente a relação entre os sócios e a sociedade”<sup>55</sup>. De acordo com o artigo 112.º do CVM, numa OPA, ao oferente não acionista é exigido que, em relação aos destinatários da oferta, proceda em respeito deste princípio<sup>56</sup>.

### **2.1.2. A distribuição do prémio de controlo**

Como ficou enunciado, o princípio da igualdade de tratamento implica que os acionistas minoritários possam efetivamente alienar as suas ações por um preço idêntico ao que fizeram aqueles que transmitiram a posição de controlo, não havendo discriminações entre eles. Este preço é comumente designado de “prémio de controlo”<sup>57</sup>.

Ora, nem todas as vozes são unânimes no reconhecimento de força a esta razão de ser da lei. Uma crítica apontada reside no facto de esta *ratio* só ser atendível se o domínio fosse um

---

<sup>51</sup> A este propósito, veja-se HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 197.

<sup>52</sup> Veja-se, com este entendimento, JORGE RIBEIRO MENDONÇA, “A tomada de sociedade...”, pp. 69 ss.

<sup>53</sup> JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, pp. 191 e ss., após apresentar alguns argumentos a favor da igualdade de tratamento enquanto motivo justificativo deste modelo e respetivas respostas, conclui que este princípio não é decisivo para justificar a opção por um sistema de OPA obrigatória. Este autor refere que este princípio poderá não servir como fundamento na OPA na medida em que os acionistas detentores de uma posição de controlo não estão na mesma posição dos minoritários, levando a sua equiparação mesmo a contrariar o princípio da igualdade. Esta ideia também foi mais tarde levantada por JORGE RIBEIRO MENDONÇA, “A tomada de sociedade através...”, pp. 70 e 71.

<sup>54</sup> O artigo 112.º, n.º 1, do CVM refere que “ofertas públicas de aquisição devem ser realizadas em condições que assegurem tratamento igual dos destinatários, sem prejuízo da possibilidade prevista no n.º 2 do artigo 124.º”. Já o artigo 124.º, n.º 2, veicula que o “preço da oferta é único, salvo a possibilidade de preços diversos consoante as categorias de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objectivos e em função de interesses legítimos do oferente”.

<sup>55</sup> PAULO CÂMARA, “O dever de...”, p. 251.

<sup>56</sup> Vide HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 195.

<sup>57</sup> Segundo MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, p. 192, este “preço inclui, em função da qualidade de controlo da participação adquirida, uma contrapartida adicional ao preço de mercado das demais ações”, daí ganhar a designação de “prémio de controlo”.

bem que pertencesse à sociedade e não ao acionista maioritário. Se esse bem pertence ao acionista maioritário, não se pode dizer que quem compra paga um valor acrescido ao acionista maioritário. Ele paga somente o valor que as ações têm por conferirem a possibilidade de domínio, não obstante este valor ser maior (“sendo, pois o prémio de controlo não um *sobrepreço*, mas uma *parcela do preço devido*”<sup>58</sup>). Ainda se acrescenta que a influência dominante que o acionista maioritário passará a exercer tem de se mover dentro do espaço dos interesses da sociedade, sendo necessário haver um sistema de controlo de forma a detetar e sancionar abusos<sup>59</sup>.

E nesta mesma linha sustenta-se que o prémio de controlo reflete uma contrapartida extra pelo poder obtido através da gestão da sociedade, que é somado ao puro valor patrimonial das ações, refletido em bolsa. Essa contrapartida seria plenamente justificada pelo poder de exercício de direção da empresa, poder esse fora do alcance dos minoritários. O prémio de controlo, neste entendimento, “remunera as funções próprias do sócio de controlo”<sup>60</sup>. Ressalva-se que o sócio controlador tem mais riscos com a gestão da sua participação do que o menor acionista, havendo um total respeito do princípio da igualdade<sup>61</sup>.

Em resposta a tal entendimento, sustenta-se, na doutrina, que esta distribuição do prémio de controlo assenta numa ideia de justiça distributiva, numa opção política, que estimula a confiança no mercado de capitais. Além de que o lançamento de uma OPA é sempre deveras oneroso, independentemente da fixação ou não do mínimo preço<sup>62</sup>.

---

<sup>58</sup> CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “Os casos de obrigatoriedade de lançamento de uma oferta pública de aquisição”, in AA.VV., *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*, Edifisco, Lisboa, 1992, p. 14.

<sup>59</sup> Este é o raciocínio apresentado por CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “Os casos...”, pp. 12 ss. Este autor é bastante esclarecedor ao afirmar veemente que nem “mesmo quando a obtenção do domínio advém da aquisição de um bloco de controlo a um preço que excede a cotação bolsística das ações ou o valor calculado em função do património da sociedade e da percentagem do capital social a que o dito bloco corresponde pode dizer-se, sem mais, que o alienante recebe ‘dinheiro sujo’, à custa dos sócios minoritários: o prémio de controlo pode filiar-se ‘nos efeitos de sinergia esperados pelo adquirente’ ou no facto de as cotações não reflectirem adequadamente reservas ocultas, sendo que ‘a minoria também participa destas últimas’ e que ‘os efeitos de sinergia podem ser vantajosos para o comprador, sem que a minoria seja simultaneamente prejudicada” (CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “Os casos...”, pp. 16 e 17).

<sup>60</sup> JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, p. 193.

<sup>61</sup> Veja-se a referência a esta crítica feita por JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, pp. 193 e 194. Este autor faz um desenvolvimento aprofundado de algumas críticas que se apresentam à imposição da repartição do prémio de controlo e das respetivas respostas. JORGE RIBEIRO DE MENDONÇA, “A tomada...”, pp. 76 e ss., partilha desta opinião, considerando que o prémio de controlo tem plena justificação enquanto elemento de estratégia levado a cabo pelo acionista adquirente e que se insere perfeitamente numa lógica de oferta e procura do mercado, respeitando-se o princípio da igualdade, mas uma igualdade proporcional, no sentido de que, no mercado, este bloco de ações de controlo assume um valor superior.

<sup>62</sup> Neste sentido, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 205 e 206.

### 2.1.3. A saída dos acionistas minoritários

Outra das concretizações do princípio da igualdade prende-se com a viabilização da saída dos acionistas minoritários. Através de um sistema de OPA obrigatória, é permitido a estes abandonarem a sociedade, mediante as mesmas condições que foram dadas aos acionistas transmitentes do controlo, reiterando-se, não os sujeitando a uma nova gestão que não seja do seu agrado<sup>63</sup>. Se o domínio da sociedade permite tomar as decisões sobre a condução de vida desta, os restantes acionistas têm pouca ou nenhuma capacidade de influenciar as decisões. Deve-lhes ser dada a possibilidade de venderem as suas participações ao acionista controlador<sup>64</sup>.

Rebate-se este argumento: O acionista menor não está minimamente interessado na administração da sociedade. Não fica com nenhuma expectativa ameaçada. Para este, a composição do grupo de controlo é algo perfeitamente secundário. Ademais, uma mudança de controlo pode até revelar-se vantajosa para os minoritários, na medida em que quem adquire fá-lo com o fito de que os novos ativos possam ser melhor aproveitados, implicando, para os acionistas minoritários, vantagens e não prejuízos<sup>65</sup>.

E replica-se, afirmando-se que, entre os destinatários da OPA, não estão somente pequenos acionistas que querem rentabilizar as suas poupanças, mas também investidores qualificados. Sempre haveria um risco de fracasso na mudança de controlo, que seria por estes involuntariamente suportado.<sup>66</sup> Ademais, por mais completo que seja o sistema de proteção, a influência de um novo acionista poderá sempre acabar em abusos não detetáveis ou prejuízos para a sociedade-alvo, como, por exemplo, a perda de encomendas<sup>67</sup>.

Pedro Pais de Vasconcelos<sup>68</sup> equipara esta possibilidade de saída da sociedade, conferida aos minoritários, através da venda dos seus valores mobiliários, a um “poder de exoneração do sócio de uma sociedade aberta com acções cotadas no mercado”<sup>69 70</sup>.

---

<sup>63</sup> Veja-se JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, pp. 195 e ss.; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 207 ss.

<sup>64</sup> Vide FERNANDO DA COSTA LIMA, “A experiência...”, pp. 72 e 73.

<sup>65</sup> Estas são as críticas apresentadas por JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, pp. 195 ss., seguindo o anteriormente veiculado por JAVIER GARCIA DE ENTERRIA. Tais críticas são novamente explanadas por HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 210.

<sup>66</sup> Vide HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 210.

<sup>67</sup> Vide CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “Os casos...”, p. 17.

<sup>68</sup> Cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, *Direito das Sociedades em Revista*, ano 2, vol. 3, março de 2010, pp. 11-49.

<sup>69</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Concertação...”, p. 25.

<sup>70</sup> A este propósito, veja-se, ainda, 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, Coimbra, 2014.

## 2.2. A transparência do mercado mobiliário

A OPA obrigatória também dá lugar a uma grande circulação de ações, perdendo-se o contacto entre comprador e vendedores. Inviabiliza “negócios aparentes e negócios fiduciários, com ou sem recurso a denominados ‘testas de ferro’”, e ainda “o pagamento oculto de mais-valias – ‘luvas’, ‘comissões’ ou prémios não declarados”<sup>71 72</sup>.

---

<sup>71</sup> MENEZES CORDEIRO, “A oferta...”, p. 279.

<sup>72</sup> Referindo-se, ainda, a este fundamento, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 213; MANUEL JOSÉ RESENDE CARDOSO SEQUEIRA, “OPA obrigatória – Impacto das relações de domínio e de grupo”, *Revista de Direito das Sociedades*, ano VI, n.º 1, 2014.

## Capítulo III – A OPA OBRIGATÓRIA EM PORTUGAL

### 1. Breve síntese da evolução legislativa

#### 1.1. O Código das Sociedades Comerciais

No ordenamento jurídico português, um modelo de obrigatoriedade de lançamento de oferta pública de aquisição foi introduzido logo com o Código das Sociedades Comerciais, em 1986<sup>73</sup>. O Código das Sociedades Comerciais, no seu artigo 313.º, estabelecia um conjunto de previsões em que a OPA surgia como forma obrigatória de aquisição. Impunha, deste modo, um dever de lançamento de OPA prévia parcial<sup>74</sup> quando, cumulativamente, se verificassem as seguintes condições: (i) a sociedade visada se tratasse de uma sociedade de subscrição pública; (ii) o contrato de sociedade não estipulasse o direito de preferência dos acionistas nas compras ou trocas das ações; (iii) o oferente já possuísse ações da sociedade visada que assegurassem o domínio, ou as ações por ele possuídas, juntamente com as ações a adquirir, lhe atribuísem o domínio da referida sociedade, ou, ainda, quando as ações a adquirir, só por si ou somadas às por ele adquiridas desde o dia 1 de janeiro do ano civil anterior, exceto por efeito de aumento de capital, lhe atribuísem 20 por cento dos votos correspondentes ao capital social. Eram, assim, estabelecidas duas condições gerais, que se prendiam com qualidades inerentes à sociedade visada, e uma condição específica, relativa às qualidades inerentes ao oferente na sua relação com a sociedade<sup>75 76</sup>.

A OPA era somente imposta como instrumento de aquisição. Perante a presença das duas primeiras condições, o oferente que pretendesse adquirir ações de forma a colocar-se nalguma das previsões da terceira condição teria de recorrer à OPA como forma de aquisição<sup>77</sup>.

---

<sup>73</sup> Neste ponto, damos uma breve, e somente breve, síntese da evolução legislativa da regulação da OPA obrigatória até aos nossos dias. Afigura-nos que seria importante apresentar resumidamente esta perspetiva para melhor subsequente explanação do regime hodierno. Como refere Heródoto, é necessário “pensar o passado para compreender o presente e idealizar o futuro”.

<sup>74</sup> PAULO CÂMARA, “O dever de...”, p. 204.

<sup>75</sup> Aqui acompanhamos JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, pp. 55 ss. Como alerta este autor, o regime de OPA obrigatória imposto pelo CSC veio a revelar-se “pouco mais do que inoperante”. Sobre este ponto, veja-se: JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória”, p. 202 e 203; PAULO CÂMARA, “O dever...”, p. 204. No âmbito da bibliografia emanada à luz, e no tempo, da vigência desta norma, veja-se LUIS BRITO CORREIA, *Direito...*, p. 396.

<sup>76</sup> O artigo 314.º do CSC elencava as ações contadas como do oferente.

<sup>77</sup> Veja-se JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, pp. 58 e 59.

Só se impondo a OPA como processo aquisitivo, estamos perante aquilo que se pode classificar de “intensidade fraca de obrigatoriedade”<sup>78</sup>.

## 1.2. O Código do Mercado de Valores Mobiliários

Com a entrada em vigor, em 1991, do CódMVM, tal situação veio a ser alterada<sup>79</sup>. Não foram revogadas as disposições do CSC que tratavam desta matéria. Mas foram introduzidas novas hipóteses de OPA obrigatória, que se procuraram conciliar com as anteriores<sup>80</sup>. Tínhamos, então, àquela data, uma “regulamentação bipartida”<sup>81 82</sup>.

Agora, nos termos do artigo 528.º, n.º 1, qualquer pessoa singular ou coletiva era obrigada a lançar uma OPA geral caso pretendesse adquirir valores que, por si só ou adicionados aos que lhe deviam pertencer<sup>83</sup>, lhe conferissem mais de metade dos votos correspondentes ao capital social. E ainda, nos termos do artigo 528.º, n.º 2, ficaram vinculadas ao dever de lançar uma oferta pública de aquisição geral as pessoas singulares ou coletivas que, após a entrada em vigor do Código, viessem a deter (por qualquer forma, que não uma oferta pública de aquisição lançada nos termos do n.º 1) valores que, por si só ou adicionados aos que devessem lhe

---

<sup>78</sup> JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, pp. 28 e 29, considera que as hipóteses de OPA obrigatória, dentro da mesma “noção unitária”, podem ser diversas. Assim, existem situações em que a OPA é apenas imposta como processo obrigatório de aquisição, ou seja, como meio. A entidade que decide lançar mão dela mantém liberdade de efetuar, ou não, tal proposta, e de definir o conteúdo da mesma. Estamos perante um caso de intensidade fraca de obrigatoriedade da OPA.

Porém, a lei pode não só impor a OPA como processo, mas também determinar o seu conteúdo, no que concerne aos valores objeto da mesma e à contrapartida oferecida. Aqui estamos perante uma intensidade média de obrigatoriedade da OPA.

Derradeiramente, existem situações em que a lei obriga a OPA como processo, determina em grande parte o seu conteúdo e obriga certa entidade a lançar mão dela enquanto oferente. A OPA não é imposta unicamente como meio, mas também como fim. Há uma limitação à liberdade de celebração, estipulação e seleção do processo aquisitivo. O oferente vai ter de lançar uma OPA (mesmo que não o deseje), com um conteúdo pré-determinado, só podendo adquirir aqueles valores mobiliários por intermédio de uma oferta pública de aquisição.

<sup>79</sup> Como refere JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, p. 62, se “é verdade que o regime da OPA foi introduzido com o CSC, não é menos verdade que apenas com o Cód.MVM é que o mesmo assumiu a importância, quer sob o ponto de vista da análise jurídica, quer sob o ponto de vista da relevância económica, que hoje lhe é atribuída”. Este “hoje” refere-se a 1998, data da publicação da citada obra. Em 2017, quase 20 anos volvidos, a importância que a OPA adquiriu, quer do ponto de vista jurídico, quer sob o ponto de vista económico, é ainda maior.

<sup>80</sup> Dispunha o artigo 523.º, n.º 2, do CódMVM: “Salvo no que de outro modo se regule neste capítulo, às ofertas públicas de aquisição referidas no número anterior são ainda aplicáveis os artigos 306.º a 315.º do Código das Sociedades Comerciais.”

<sup>81</sup> Expressão usada por JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, p. 63.

<sup>82</sup> Neste período houve uma “problemática coexistência entre os regimes societário e mobiliário sobre a matéria”, PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 592.

<sup>83</sup> Nos termos do, então, artigo 530.º do CódMVM, cuja epígrafe era “Valores contados como do oferente”.

considerar pertencer, lhe conferissem mais de metade dos votos correspondentes ao capital da sociedade.

Neste quadro, o âmbito de obrigatoriedade da OPA deixa de ser aquele fraco que reinava anteriormente. Passamos a ter uma obrigatoriedade média e forte. Era obrigatória a aquisição de valores mobiliários através de uma oferta pública de aquisição, mediante as condições supracitadas, mesmo que o oferente não pretendesse adquirir quaisquer valores. Foi introduzida a OPA geral, quer na sua faceta de OPA prévia, quer na de OPA subsequente<sup>84 85</sup>.

Este regime veio a ser, seguidamente e substancialmente, alterado com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de outubro, o qual revogou as normas do CSC que dispunham sobre esta matéria. Passaram a ser previstas cinco hipóteses distintas de OPA obrigatória. No artigo 527.º, n.º 1, alíneas a) e c), ficaram vertidas as hipóteses de OPA parcial obrigatória como meio aquisitivo. No artigo 527.º, n.º 1, alínea b), e no artigo 528.º, n.º 1 e 2, ficaram vertidas as hipóteses de OPA obrigatória geral nas suas intensidades médias e forte<sup>86</sup>.

Com a entrada em vigor deste diploma, as regras no tocante às OPA em geral e às OPA obrigatórias em particular mantinham uma complexidade de “proporções reconhecidamente excessivas”<sup>87</sup>, o que levou a uma alteração de fundo.

### **1.3. O Código dos Valores Mobiliários e a Diretiva das OPA**

Chegamos, então e finalmente, ao vigente, embora já por demais vezes alterado, Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, e à regulamentação das ofertas públicas de aquisição obrigatória nesta sede. Este é o principal foco do nosso estudo, o presente. Um presente que se pretende apreender para pensar o futuro.

No âmbito do Código dos Valores Mobiliários, a matéria respeitante às ofertas públicas de aquisição obrigatórias ficou vertida nos seus artigos 187.º e seguintes. Estes artigos, embora

---

<sup>84</sup> Pequenas alterações foram introduzidas ao regime que antes havia estimulado o 313.º do CSC pelo 527.º do Código dos Valores Mobiliários. A este propósito, veja-se JORGE BRITO CORREIA, *A OPA Obrigatória*, pp. 63 e 64, e ainda JOÃO PAULO MENES FALCÃO, “A OPA...”, p. 203.

<sup>85</sup> Sobre o regime jurídico da oferta pública de aquisição obrigatória à luz do CódMVM antes das alterações de 1995, veja-se CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “Os casos de...”; FERNANDO DA COSTA LIMA, “A experiência...”; RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...*, pp. 227 ss.; JOSÉ MIGUEL JÚDICE/MARIA LUÍSA ANTAS/ANTÓNIO ARTUR FERREIRA/JORGE BRITO PEREIRA, *OPA...*, pp. 29 ss.; JOSÉ NUNES PEREIRA, “O regime...”, pp. 93 ss.; AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA...*, pp. 209 ss.

<sup>86</sup> Veja-se, detalhadamente, acerca deste complexo regime, JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, pp. 69 ss.

<sup>87</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 593.

com alterações, sobreviveram à transposição para o ordenamento jurídico interno da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento e do Conselho, de 21 de abril.

Com efeito, desde 1989, as instâncias da União Europeia debatiam a instituição de um regime mínimo, no âmbito das ofertas públicas de aquisição, por forma a uniformizar a proteção dada aos acionistas minoritários e a facilitar a realização das ofertas públicas internacionais na União Europeia. Mas, como já anteriormente referimos, apenas em 2004 foi aprovada a Diretiva 2004/25/CE do Parlamento e do Conselho, de 21 de abril, que determinou o dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição, no caso de transição de controlo<sup>88</sup>.

Longa, como realçamos, foi a história até alcançar a harmonização a nível da União Europeia, por forma a chegar ao texto final desta Diretiva<sup>89</sup>. Detenhamo-nos um pouco mais sobre este ponto.

Em 1974, a pedido da Comissão, foi elaborado, por Robert Pennington, um primeiro projeto, que não teve seguimento. Após um tempo, em que o tema ficou em letargia, em 1987 surgiu um novo projeto, que veio levar à proposta da 13.<sup>a</sup> Diretriz, de 19 de janeiro de 1989<sup>90</sup>. Não tendo conseguido ver a luz do dia, sendo objeto de críticas, e entre outras propostas que se seguiram, contestação e negociação, finalmente surgiu a Diretriz do Parlamento e do Conselho Europeu, de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição<sup>91 92</sup>.

No âmbito da Diretiva das OPA, é realçada, nos seus considerandos, a necessidade de os Estados-Membros tomarem medidas para proteger os titulares de valores mobiliários, em especial aqueles que detêm participações minoritárias, após a mudança de controlo. Devem os Estados-Membros impor ao adquirente, que assumiu o controlo da sociedade, o dever de lançar uma oferta a todos os titulares de valores mobiliários dessa sociedade, para aquisição da

---

<sup>88</sup> Consulte-se PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 637.

<sup>89</sup> Como alerta HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 217, situando-se as OPA na fronteira entre o direito das sociedades e o direito dos valores mobiliários, o processo de harmonização a nível comunitário do direito societário, com o fito de criar condições para a realização do direito de livre estabelecimento e a concretização do mercado interno europeu, acabou por implicar a criação de uma jurisdição sobre as ofertas públicas de aquisição.

<sup>90</sup> Neste ponto acompanhamos a explanação feita por ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “A 13.<sup>a</sup> directriz do direito das sociedades”, *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 64, vol. I e II, novembro de 2004, disponível em <[http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe\\_artigo.aspx?idc=1&idsc=45841&ida=48796](http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=1&idsc=45841&ida=48796)>.

<sup>91</sup> Como salienta MENEZES CORDEIRO, “A 13.<sup>a</sup>...”, esta diretriz mostra o mérito de ter promovido inúmeros estudos de direito comparado.

<sup>92</sup> Para uma análise histórica de toda esta controvérsia antes da aprovação da Diretiva das OPA, consulte-se, JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA...* Veja-se ainda KLAUS HOPT, “A harmonização do regime das ofertas públicas de aquisição (OPAs) na Europa”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 215-239.

totalidade das respetivas participações a um preço equitativo.<sup>93</sup> Optou-se, assim, por um sistema de OPA obrigatória.

Tal opção não foi consensual. Enquanto alguns Estados-Membros já tinham uma legislação que contemplava formas alternativas de proteção dos acionistas minoritários, não querendo mudar para este sistema, outras vezes se levantaram no sentido de um sistema de OPA obrigatória não ser acertado para salvaguardar os interesses dos minoritários.<sup>94</sup>

Não obstante toda a controvérsia envolta, hoje, o artigo 5.º da Diretiva das OPA, cuja epígrafe é “Proteção dos accionistas minoritários; oferta obrigatória; preço equitativo”, regula a matéria em estudo neste trabalho.

Salientemos alguns pontos deste regime<sup>95</sup>. A percentagem de votos que confere o controlo de uma sociedade, bem como a forma do respetivo cálculo, é determinada pela regulamentação do Estados-Membros, onde se localiza a sede social da sociedade visada. O legislador comunitário deixou este ponto, assim, nas mãos dos Estados-Membros.

A discussão em torno da fixação do preço equitativo, até chegar ao regime vertido neste diploma, não foi fácil, tendo o Winter Group optado pela solução do Reino Unido<sup>96</sup>. O preço equitativo foi fixado como o preço mais elevado, pago pelos mesmos valores mobiliários, pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele atuam em concertação, ao longo de um período a determinar pelos Estados-Membros, não inferior a seis e não superior a 12 meses, que preceda a oferta. Porém, se, depois de a oferta ser tornada pública, mas antes do termo do prazo de aceitação da mesma, o oferente ou qualquer pessoa que com ele atue em concertação adquirir valores mobiliários acima do preço da oferta, o oferente deve aumentar o valor da sua oferta até um preço não inferior ao preço mais alto pago pelos valores mobiliários assim adquiridos.<sup>97</sup>

---

<sup>93</sup> Veja-se, a este propósito, o considerando (9) da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento e do Conselho, de 21 de abril.

<sup>94</sup> Veja-se HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 222.

<sup>95</sup> Ao longo deste trabalho, a propósito das diversas soluções nacionais, aprofundaremos mais alguns pontos deste regime.

<sup>96</sup> Veja-se HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 235 ss.

<sup>97</sup> Mas ainda há a ter em conta que, sem “prejuízo dos princípios gerais enunciados no n.º 1 do artigo 3.º, os Estados-Membros podem autorizar as autoridades de supervisão a alterar o preço referido no primeiro parágrafo em circunstâncias e de acordo com critérios claramente determinados. Para o efeito, podem estabelecer uma lista de circunstâncias em que o preço mais elevado pode ser alterado, tanto no sentido da sua subida como descida, por exemplo, se o preço mais elevado tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o alienante, se os preços de mercado dos valores mobiliários em causa tiverem sido manipulados, se os preços do mercado em geral ou em especial tiverem sido afectados por acontecimentos excepcionais, ou a fim de permitir a recuperação de uma empresa em situação difícil. Podem igualmente definir os critérios a utilizar em tais casos como, por exemplo, o valor médio de mercado ao longo de um determinado período, o valor de liquidação da sociedade ou outros critérios objectivos de avaliação geralmente utilizados na análise financeira” (artigo 5.º da Diretiva das OPA, 2.º parágrafo).

Note-se que, de acordo com o artigo 3.º, n.º 2, alínea b), da Diretiva das OPA, os Estados-Membros podem “estabelecer condições adicionais e disposições mais restritivas do que as exigidas pela presente directiva para regulamentar as ofertas”.

## **2. O regime vigente**

### **2.1. O dever de lançamento de oferta pública de aquisição**

No âmbito do Código dos Valores Mobiliários, a oferta pública de aquisição obrigatória encontra-se regulada nos artigos 187.º e seguintes, embora lhe aproveitem as soluções encontradas na parte do código reservada às ofertas públicas em geral (artigos 108.º a 155.º) e às ofertas públicas de aquisição (artigos 173.º a 186.º). A matéria das ofertas públicas de aquisição obrigatórias encontra-se, pois, na Secção II do Capítulo III, tendo uma secção específica e aparte para a sua regulamentação.<sup>98</sup>

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

A OPA obrigatória surge aqui na sua veste de oferta subsequente, sendo unicamente um meio de legitimar posteriormente uma ultrapassagem da fasquia do artigo 187.º, n.º 1.<sup>99</sup> Há somente, note-se, um dever de lançar a oferta, estando a efetiva aquisição dependente das aceitações por parte dos destinatários da mesma.<sup>100</sup>

### **2.2. As sociedades visadas**

No Direito progressivo, no âmbito do Código das Sociedades Comerciais, o artigo 313.º, n.º 1, alínea a), considerava apenas as sociedades com subscrição pública. Estas estavam

---

<sup>98</sup> Consulte-se PAULO CÂMARA, *Manual*, pp. 638 e 639; e JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, pp. 206 e 207. Acontecia diversamente no âmbito do CódMVM, onde as ofertas obrigatórias estavam enquadradas no âmbito das disposições gerais, dentro do capítulo das ofertas públicas de aquisição. Esta solução parece-nos mais feliz.

<sup>99</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 642; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 241 e 242.

<sup>100</sup> PAULO CÂMARA reconhece a obrigação de lançamento de uma oferta pública de aquisição como um dever jurídico em sentido técnico e não como um ónus. Veja-se, detalhadamente, a este propósito, PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 644 ss.

elencadas no artigo 284.º do CSC: eram aquelas constituídas com apelo à subscrição pública, ou cujas ações estivessem cotadas em bolsa. O CódMVM veio, no seu artigo 527.º, n.º 2, alínea a), equiparar, a estas, aquelas que tivessem dispersado o seu capital pelo público. A alteração de 1995 a este Código afastou estas disposições e veio a dar uma noção de sociedade de subscrição pública no seu artigo 3.º, n.º 1, alínea f)<sup>101</sup>.

Hodiernamente, para se constituir este dever, a sociedade, em que alguém detenha uma participação superior à que resulta do artigo 187.º, n.º 1, do CVM terá de ser, necessariamente, uma sociedade aberta. Uma sociedade que, nos termos do artigo 13.º do CVM, se qualifique como sociedade com capital aberto ao investimento público. Não vale, assim, esta obrigação somente para as sociedades com ações admitidas em mercado, as designadas sociedades “cotadas”. A *ratio* desta previsão mais alargada poderá encontrar-se no facto de todas as sociedades com um capital disperso pelo público demandarem uma proteção dos investidores. A repartição do prémio de controlo, como fundamento da OPA obrigatória, pode ser invocada desde que o capital da sociedade esteja disperso pelo público, dando lugar a um mercado de controlo, mesmo não bolsista<sup>102 103 104</sup>.

Notemos que a Diretiva das OPA considera, no seu artigo 5.º, n.º 1, as sociedades a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º. Assim, cabem dentro deste conceito as “sociedades sujeitas à legislação dos Estados-Membros, quando esses valores mobiliários são, no todo ou em parte, admitidos à negociação num mercado regulamentado, na acepção da Directiva 93/22/CEE (3), em um ou vários Estados-Membros”. O legislador nacional foi, neste ponto, além da Diretiva.

## **2.3. Âmbito subjetivo**

### **2.3.1. Sujeito passivo**

O artigo 187.º, n.º 1, do CVM impõe o dever de lançar uma OPA a “aquele” cuja participação ultrapasse uma das fasquias enunciadas. O revogado CódMVM definia oferente como a pessoa ou pessoas singulares ou coletivas que lançassem uma OPA (artigo 525.º, n.º 1,

---

<sup>101</sup> Mais detalhadamente, consulte-se JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, pp. 52 ss. e pp. 120 ss.

<sup>102</sup> Neste sentido, JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, pp. 210 e 211; PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 647. Como refere JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, p. 211, a “sociedade aberta constituirá assim um tipo de sociedade autonomizado dos tipos constantes do CSC, o qual justificará um regime particular adequado à estrutura fragmentada do seu capital”.

<sup>103</sup> O ordenamento jurídico belga apresenta uma solução semelhante (PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 647).

<sup>104</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, lança aqui uma interessante discussão. Não seria em relação às sociedades fechadas que mais se justificaria um modelo de oferta pública de aquisição obrigatória? Nas sociedades abertas a efetiva negociabilidade dos valores é maior do que nas fechadas.

alínea a). O legislador, no atual normativo, optou por utilizar uma expressão mais neutra<sup>105</sup>. Não obstante, na quase generalidade dos casos, as OPA são lançadas por uma sociedade<sup>106 107</sup>.

Este artigo apenas diz “aquele”, no singular. Não há dúvidas, contudo, de que este dever pode constituir-se na esfera jurídica de mais do que uma pessoa, abrangendo todos aqueles a quem é imputada a participação, não obstante o lançamento por um desses exonere os outros deste dever. No caso de incumprimento deste dever, as sanções abarcam todos os sujeitos passivos<sup>108 109</sup>. Segundo Hugo Moredo Santos<sup>110</sup>, não pode um dos sujeitos passivos lançar uma OPA parcial alegando que existem outros sujeitos passivos. O artigo 187.º impõe uma OPA total. Isto porque só o lançamento de uma oferta total é idóneo para legitimar uma mudança de controlo e proteger os acionistas minoritários, sendo que uma oferta parcial oneraria de forma excessiva os novos controladores e iria confundir os destinatários da oferta.

Outra clarificação importa fazer, nesta sede. O artigo 187.º, n.º 1 vincula ao lançamento de uma OPA geral aquele, cuja participação, ultrapasse algum dos limites de direitos de voto aí estabelecidos. Este sujeito não terá de ser acionista da sociedade em causa, necessariamente. O que releva, nesta sede, é a detenção dos direitos de voto (diretamente ou indiretamente, nos termos do artigo 20.º, n.º 1 CVM).

### **2.3.2. Direitos de voto contados como do oferente**

Como referido anteriormente, este dever constitui-se na esfera jurídica do oferente assim que a sua participação ultrapasse metade ou um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada (diretamente ou nos termos do artigo 20.º, n.º 1, do CVM<sup>111</sup>).

Qualquer negócio pode implicar a constituição do dever de lançar uma oferta pública de aquisição, independentemente de ser *inter vivos* ou *mortis causa*<sup>112</sup>, oneroso ou gratuito.<sup>113</sup> No

---

<sup>105</sup> Já no âmbito da Diretiva das OPA, mais concretamente no seu artigo 5.º, n.º 1, usa a formulação “uma pessoa singular ou colectiva” para se referir ao sujeito passivo.

<sup>106</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 281, aplaude o uso da palavra “aquele”, referindo que não faz sentido que só as pessoas singulares ou coletivas incorram neste dever, ficando a salvo, por exemplo, um organismo de investimento coletivo ou um fundo de capital de risco ou entidade similar. Veja-se, ainda a este propósito, DANIELA FARTO BAPTISTA, *A atuação...*, pp. 221 ss.

<sup>107</sup> Também se referindo a este dado, AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA...*, pp. 43 e 44.

<sup>108</sup> Cfr. artigo 192.º, n.º 3, do CVM.

<sup>109</sup> Assim, PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 654. Também se referindo à possibilidade de haver vários sujeitos passivos da oferta, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 282 e ss.

<sup>110</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 284.

<sup>111</sup> Cfr. Capítulo III, 2.3.4.

<sup>112</sup> Veja-se, a este propósito, MANUEL REQUICHA, “O dever de lançamento de OPA nos casos de sucessão *mortis causa*”, *Revista de Direito das Sociedades*, n.º 1, ano VI, 2014, pp. 9-58.

<sup>113</sup> Assim, JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão...”, p. 22, e HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 256 ss.; JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, p. 212. Para uma análise de Direito Comparado elucidando das soluções em latitudes próximas, veja-se HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 254 ss.

âmbito do CódMVM, na sua versão originária<sup>114</sup>, uma das causas de dispensa de lançamento era a aquisição de valores mobiliários por herança ou legado ou através de doação sem encargos (artigo 529.º, n.º 1, alínea e).<sup>115</sup>

Pode haver, à luz deste regime, uma ultrapassagem da fasquia do artigo 187.º, n.º 1, devido há redução do universo dos direitos de voto. Tal ocorre, por exemplo, no caso de aquisição de ações próprias (316.º e seguintes do CSC) pela sociedade<sup>116</sup>.

O artigo 187.º, n.º 5, determina que, para efeitos deste artigo, é irrelevante a inibição de direitos de voto prevista no artigo 192.º. Se não fosse a previsão desta inibição, estar-se-ia a beneficiar o infrator.<sup>117</sup> Segundo Hugo Moredo Santos<sup>118</sup>, se alguém incumprir o dever de lançar uma oferta pública de aquisição, o universo de votos relevantes para apurar a constituição do dever na esfera jurídica de outra pessoa não tem em consideração esse facto. Se é verdade que a inibição dos direitos de voto pode levar outro acionista a assumir o controlo, não é menos verdade que esse será um controlo fortuito e precário, que pode cessar a qualquer momento, bastando a vontade do acionista incumpridor para que essa situação ocorra. Numa ponderação dos interesses em jogo, não faz sentido alguém ser confrontado com ter de lançar uma OPA ou alienar ações porque outrem incumpriu.

Outra questão que importa clarificar é a de saber se os votos em potência se contabilizam para efeitos do artigo 187.º, n.º 1, do CVM. O CódMVM dispunha, no artigo 530.º, n.º 3, que para “a contagem dos votos pertencentes ao oferente (...) considerar-se-ão tanto os votos inerentes às ações já emitidas pela sociedade visada como os correspondentes às ações que se converterão, ou a cuja subscrição ou aquisição dão direito as obrigações e outros valores mobiliários”.<sup>119</sup> Tal solução não foi acolhida pelo nosso atual Código. Assim, só relevam os direitos de voto atuais. Não é possível exercer o controlo sobre uma sociedade com direitos de

---

<sup>114</sup> A este propósito, AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA...*, p. 251. Sobre este tema, após a alteração ao Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1995, veja-se JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA obrigatória*, pp. 309 ss.

<sup>115</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 256 e 257, entende que faz sentido que o regime hodierno seja assim. Mesmo que o oferente tenha adquirido as ações a título gratuito, não deixa de ter o controlo da sociedade. E poderá sempre alienar os valores mobiliários indesejados, suspendendo o seu dever, nos termos do artigo 190.º do CVM.

<sup>116</sup> Veja-se PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 654 e 655; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 257 e 258, e ainda pp. 262 ss.

<sup>117</sup> Cfr. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedade Comerciais: Valores Mobiliários e Mercados*, Coimbra Editora, Lisboa/Coimbra, 6.ª edição, 2011, p. 810; PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 656, nota 1981.

<sup>118</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 258.

<sup>119</sup> Sobre este regime, bem detalhadamente, veja-se JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, pp. 222 ss.

voto que, embora possam existir no futuro, não existem no momento atual.<sup>120</sup> Aliás, no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, é mesmo feita uma referência a essa matéria.<sup>121</sup>

### 2.3.3. Percentagens relevantes dos direitos de voto

Ao contrário do que acontecia no Direito progressivo<sup>122</sup>, no atual CVM, o dever de lançamento verifica-se quando se ultrapasse um terço ou metade dos direitos de voto da sociedade aberta. Numa opção de simplificação legislativa, foi abandonada a complexidade que resultava do regime anterior. No preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, no seu n.º 12, o legislador afirma que a “exemplo da maioria dos ordenamentos jurídicos próximos, as fasquias jurídicas constitutivas do dever foram fixadas em um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social”<sup>123</sup>. De facto, não é fácil para o legislador a determinação destes limites percentuais. Pode obviamente haver um controlo sobre uma sociedade abaixo da detenção de um terço dos direitos de voto. Mas também pode acontecer o inverso.

No âmbito da Diretiva das OPA, como já enunciamos<sup>124</sup>, exige-se o lançamento de uma OPA quando se atinja uma determinada percentagem dos direitos de voto que confira o controlo da sociedade visada. Este foi dos aspetos mais discutidos na preparação da Diretiva. As percentagens dentro do seio da União Europeia não eram uniformes, havendo ainda quem optasse por um critério qualitativo. Optou-se, assim, por impor o dever de lançamento nestes moldes, ficando a percentagem relevante para este efeito nas mãos dos diversos estados (cfr. art. 5.º, n.º 3, da Diretiva das OPA)<sup>125 126</sup>.

Uma questão controversa passa por saber qual a relação que se estabelece entre estes dois limites. Paulo Câmara afirma que esta relação é de cumulatividade<sup>127</sup>. Ou seja, aquele que

---

<sup>120</sup> Veja-se HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 266. Sobre este ponto, veja-se também JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, p. 213.

<sup>121</sup> No preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, mais concretamente no seu n.º 12, afirma-se que: “Para a resolução da perplexidade que colocava o regime anterior quanto ao relevo da aquisição de valores mobiliários que confirmam o direito à subscrição ou aquisição de acções, passaram a ser considerados os direitos de voto efectivos no cômputo da posição de domínio do potencial oferente.”

<sup>122</sup> Ver supra, Capítulo III, 1.

<sup>123</sup> Segundo PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 656 e 657, o limite mais comum vigente no âmbito dos ordenamentos jurídicos que nos são próximos é de 30 por cento (Reino Unido, Itália) e um terço (França, Suíça).

<sup>124</sup> Cfr. Capítulo III, 1.3.

<sup>125</sup> Veja-se HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 229 ss.

<sup>126</sup> Aqui está mais uma manifestação da “*harmonização mínima*” (na expressão usada por DÁRIO MOURA VICENTE, “Ofertas públicas de aquisição internacionais”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VII, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, p. 477) que a Diretiva das OPA operou.

<sup>127</sup> A este propósito, PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 658.

ficar obrigado a lançar uma oferta pública de aquisição por ter atingido um terço dos direitos de voto de uma sociedade aberta pode ter de o fazer novamente mais tarde, em virtude de ter atingido metade dos direitos de voto.

Em sentido contrário, e melhor, na nossa opinião, Hugo Moredo Santos sustenta que o dever de lançamento de uma OPA está previsto para os casos de aquisição ou mudança de controlo. Não está previsto para os casos de reforço. A razão de ser da lei na previsão de duas fasquias não é obrigar o mesmo oferente a lançar duas OPA. É admitir a possibilidade de, em dados casos, ultrapassar um terço dos direitos de voto não ser suficiente para alcançar o domínio, admitindo aí prova negativa do domínio (187.º, n.º 2, do CVM). As sociedades também podem suprir este limite de um terço através dos seus estatutos (187.º, n.º 4, do CVM). Aos acionistas minoritários, já foi dada a possibilidade de saída da sociedade, quando o oferente atingiu a fasquia de um terço. Os que adquiriram ações posteriormente já sabiam da situação de domínio em que a sociedade se encontrava. Porém, admite que há pelo menos dois cenários em que aquele que tenha ultrapassado um terço dos direitos de voto – e tenha lançado uma OPA – possa ter de o fazer de novo quando ultrapassar metade dos direitos de voto: são eles os de mudança qualitativa do domínio e de perda e reaquisição do domínio<sup>128</sup>. De facto, cremos que, à parte destas duas exceções, impor ao oferente lançar duas OPA seria injustificado, como ficou acima demonstrado.

#### **2.3.4. A imputação de direitos de voto e a OPA obrigatória**

Por último, mas não menos importante, cumpre analisar o regime da imputação de direitos de voto do artigo 20.º do CVM<sup>129</sup>, para o qual remete o artigo 187.º, n.º 1, e a sua aplicação concreta no âmbito das ofertas públicas de aquisição obrigatórias. Trata-se de uma

---

<sup>128</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 277 ss. A exemplo da primeira situação: “(A) superou um terço dos direitos de voto e não logrou fazer prova negativa do domínio; lançou opa obrigatória e passou a deter 35% dos direitos de voto; (B) passou a deter 40% dos direitos de voto e também não fez prova negativa do domínio; lançou, tal como (A) havia feito, opa obrigatória, que não obteve qualquer aceitação; (A) adquiriu um bloco de ações e superou a metade dos direitos de voto.” Já a exemplo da segunda situação: “(A) superou um terço dos direitos de voto e não produziu prova negativa de domínio; lançou opa obrigatória e passou a deter 35% dos direitos de voto; entretanto reduziu a sua participação para 25% e, em momento posterior, lançou opa parcial e ultrapassou metade dos direitos de voto.”

<sup>129</sup> Não sendo o objeto principal da nossa dissertação a imputação de direitos de voto, propomos uma análise mais sintética deste regime, centrada nos aspetos relevantes para as ofertas públicas de aquisição obrigatórias, em particular.

questão bastante sensível, que tem despertado muito interesse doutrinário<sup>130 131</sup>. Depois de alguma ponderação, optámos por remetê-la para um novo ponto, porque cremos que faz, assim, mais sentido e torna-se mais claro no âmbito do presente trabalho.

A teologia da imputação de direitos de voto está ligada “à relevância externa que o domínio das sociedades abertas tem para o mercado. O domínio das sociedades abertas influencia a sua gestão; e por seu turno, a gestão determina o preço dos valores de mercado”<sup>132</sup>.

Explicitemos, a titularidade de uma ação pode pertencer a uma pessoa, mas o direito de voto pode ser exercido ou o seu exercício ser influenciado por outra pessoa, que pode nem ser acionista.<sup>133</sup> Assim, o artigo 20.º visa “imputar ao participante os direitos de voto cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou influenciável”<sup>134</sup>. Corresponde a uma norma de perigo abstrato, pelo facto de imputar, a alguém, direitos de voto que só abstratamente se considerando podem ver, pelo sujeito, o seu exercício influenciável<sup>135 136</sup>.

---

<sup>130</sup> Sobre a imputação de direitos de voto, veja-se: PAULA COSTA E SILVA, “A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VII, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 403-441, e “Sociedade aberta, domínio e influência dominante”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VIII, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 541-571; VÍTOR PEREIRA NEVES, “Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e de exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição”, in AA.VV., *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. I, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 711-754; “A natureza transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários”, in AA. VV. *Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, vol. II, 2008, pp. 507-541; CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, abril de 2000, pp. 162-193, disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/CadernoN7.aspx?v=>>>; DANIELA FARTO BAPTISTA, *A Atuação Concertada Como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Universidade Católica Editora, Porto, 2016, JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, “A imputação de direitos de voto no mercado de capitais”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, abril de 2007, pp. 47-58, disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/34d3e52c6a15484b96d7d1e1ccf164adCadernosMVM27.pdf>>>; JOÃO SOARES DA SILVA, “Algumas considerações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, abril de 2007, pp. 47-58, disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/34d3e52c6a15484b96d7d1e1ccf164adCadernosMVM27.pdf>>>; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 327 ss.; PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 541 ss.

<sup>131</sup> Para uma perspetiva histórica neste âmbito, veja-se HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 355 ss.; DANIELA FARTO BAPTISTA, *A atuação...*, pp. 127 ss.

<sup>132</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 542.

<sup>133</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 329.

<sup>134</sup> CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A imputação...”, p. 167.

<sup>135</sup> Veja-se PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 543.

<sup>136</sup> Segundo o artigo 20.º, n.º 1, no cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto: a) detidos por terceiros em nome próprio, mas por conta do participante; b) detidos por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo; c) detidos por titulares do direito de voto com os quais o participante tenha celebrado acordo para o seu exercício, salvo se, pelo mesmo acordo, estiver vinculado a seguir instruções de terceiro; d) detidos, se o participante for uma sociedade, pelos membros dos seus órgãos de administração e de fiscalização; e) que o participante possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os respetivos titulares ou de instrumento financeiro: i) que lhe confira o direito incondicional ou a opção de adquirir, por força de acordo

A consagração da imputação de direitos de voto foi imposta pela União Europeia através da Diretiva do Conselho n.º 88/627/CEE, de 12 de dezembro, relativa à informação a publicar em caso de transmissão de participação qualificada. Esta foi mais tarde substituída pela Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro (Diretiva da Transparência), alterada pela Diretiva 2013/50/EU (Diretiva da Transparência II).

Este regime é instrumental em relação ao regime da comunicação da participação qualificada e da OPA obrigatória. Estamos perante um regime unitário. Tal opção foi tomada em virtude do criticismo em torno do regime dual que era consagrado no CódMVM. Este é um regime mais simples, mais compreensível, mais fácil de aplicar<sup>137 138</sup>.

Feita esta primeira abordagem sobre alguns aspetos gerais da imputação de direitos de voto, centremos a nossa análise na relevância do artigo 20.º, n.º 1, no âmbito da OPA obrigatória. Ora, como vimos, a razão de ser uma oferta pública de aquisição obrigatória reside, essencialmente, na proteção dos minoritários perante uma aquisição do controlo. Ora, segundo Paula Costa e Silva, se “a obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição surge como efeito do domínio de uma sociedade, somente através da desconsideração de planos formais se pode atingir o real domínio, apurando-se quem controla efectivamente o voto na sociedade”<sup>139</sup><sup>140</sup>, e devendo-se, no seguimento deste raciocínio, imputar a um sujeito todos os votos que ele efetivamente controlar. De outro modo, estar-se-ia a fundar uma oferta pública de aquisição num domínio não decorrente do controlo do direito de voto.<sup>141</sup> Para que não estejamos perante

---

vinculativo, ações com direitos de voto já emitidas por emitente cujas ações estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado; ii) com liquidação física, não abrangido pela subalínea anterior, mas indexado às ações nessa subalínea mencionadas e com efeito económico similar à detenção de ações ou de instrumentos referidos nessa mesma subalínea; f) inerentes a ações detidas em garantia pelo participante ou por este administradas ou depositadas junto dele, se os direitos de voto lhe tiverem sido atribuídos; g) detidos por titulares do direito de voto que tenham conferido ao participante poderes discricionários para o seu exercício; h) detidos por pessoas que tenham celebrado algum acordo com o participante que vise adquirir o domínio da sociedade ou frustrar a alteração de domínio ou que, de outro modo, constitua um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada; i) inerentes a ações subjacentes a instrumentos financeiros detidos pelo participante, com liquidação financeira, indexados às ações mencionadas na alínea e) e com efeito económico similar à detenção de ações ou de instrumentos referidos nessa mesma alínea; j) imputáveis a qualquer das pessoas referidas numa das alíneas anteriores por aplicação, com as devidas adaptações, de critério constante de alguma das outras alíneas.

<sup>137</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 528.

<sup>138</sup> A dupla funcionalidade das regras de imputação não é exclusiva do regime português, também acontece o mesmo em “terras germânicas”. E “à semelhança da doutrina portuguesa, a doutrina alemã justifica a ‘unificação’ do regime de imputação pela necessidade de se evitar a ‘irritação’ dos mercados, de se clarificar o sentido dos conceitos usados e de se afastar a desconfiança dos investidores” (DANIELA FARTO BAPTISTA, *A Atuação Concertada Como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Universidade Católica Editora, Porto, 2016, pp. 161 e 162).

<sup>139</sup> PAULA COSTA E SILVA, “A imputação...”, pp. 407 e 408.

<sup>140</sup> “E é quem controla efectivamente a sociedade porque controla uma percentagem significativa (mais de um terço) ou maioritária (mais de 50%) dos direitos de voto que deve sujeitar-se aos efeitos desse domínio” (PAULA COSTA E SILVA, “A imputação...”, p. 408).

<sup>141</sup> Cfr. PAULA COSTA E SILVA, “A imputação...”, p. 408.

uma OPA obrigatória arbitrária, é necessário que os direitos de voto inerentes à participação social de que o acionista é titular possam ser por ele exercitáveis discricionariamente, não devendo os demais ser contabilizados para efeitos do 187.º, n.º 1<sup>142</sup>. A lei usou a expressão “aquele cuja participação”. De facto, quem tem uma participação de uma sociedade aberta é necessariamente acionista da mesma. Porém, é possível o oferente nem sequer ser um acionista da sociedade visada, como já vimos<sup>143</sup>. O 187.º, n.º 1, terá o sentido não de titularidade, mas de domínio (direto ou indireto) dos direitos de voto<sup>144</sup>. Não “poderá estar a falar-se em participação social em termos técnicos”<sup>145</sup>.

No âmbito da aplicação do artigo 20.º à OPA obrigatória, surge, então, o “problema” de saber se este deve ser aplicado às ofertas públicas de aquisição taxativamente ou se deve ser aplicado tendo em conta as finalidades subjacentes à OPA obrigatória, nomeadamente quando a essa imputação não subjaz o domínio da sociedade.<sup>146</sup>

Ainda de acordo com Paula Costa e Silva<sup>147</sup>, é evidente que qualquer interpretação que pondere casuisticamente a existência de um controlo efetivo dos direitos de voto a imputar e a demonstração desse controlo embate no texto legal. Também se pode indagar que a intenção do legislador, ao consagrar este regime, era impedir que surgissem litígios, que teriam necessariamente de ser decididos fundamentadamente com recurso a provas<sup>148</sup>. Mas, ainda que o legislador não quisesse recorrer à técnica que anteriormente estava plasmada no CódMVM, que usava um regime dual entre as imputações para constituição de obrigação de informação e para efeitos de lançamento da oferta pública de aquisição, “deveria ter seguido a técnica da presunção e não a técnica da ficção<sup>149</sup>. Exatamente porque esta gera resultados absolutamente incontornáveis atendendo ao irrealismo das situações subjacentes”<sup>150</sup>. Mas tal não vinculará o intérprete a aceitar acriticamente as soluções veiculadas no artigo 20.º, n.º 1. A constituição da

---

<sup>142</sup> Por exemplo, se “o titular da participação social constituir penhor sobre ela e se a legitimidade para o exercício dos direitos de voto for transferida para o credor pignoratício, não deverão esses votos, apesar de inerentes à participação, de que o acionista é titular ser contabilizados para efeitos do art. 187/1” (Paula Costa e Silva, “A imputação...”, p. 414).

<sup>143</sup> Cfr. Capítulo III, 2.3.1.

<sup>144</sup> Cfr. PAULA COSTA E SILVA, “A imputação...” pp. 413 e ss.

<sup>145</sup> PAULA COSTA E SILVA, “A imputação...”, p. 414.

<sup>146</sup> Esta questão é formulada por PAULA COSTA E SILVA, “A imputação...”, pp. 438 e 439.

<sup>147</sup> Cfr. PAULA COSTA E SILVA, “A imputação...”. pp. 438 ss.

<sup>148</sup> Mas como afirma PAULA COSTA E SILVA, a lei atribuiu uma brecha. O artigo 20.º, n.º 5 permite que a presunção do artigo 20.º, n.º 4, possa ser ilidida “perante a CMVM, mediante prova de que a relação estabelecida com o participante é independente de influência, efectiva ou potencial, sobre a sociedade participada” (Paula Costa e Silva, “A imputação...”, p. 439).

<sup>149</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 543 e 548. Veja-se ainda CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A imputação...”, p. 171.

<sup>150</sup> PAULA COSTA E SILVA, “A imputação...”, p. 439.

obrigação de lançamento de uma oferta pública de aquisição pressupõe o domínio (tal como decorre dos artigos 180.º, n.ºs 2 e 4), pois, a “não ser assim, teremos de aceitar a total singularidade do nosso regime face a quantos preveem a obrigação de lançamento de ofertas gerais de aquisição”<sup>151</sup>. E ainda, não deve olvidar o intérprete que a origem das normas de imputação proveem de instrumentos relacionados com a constituição da obrigação de informação<sup>152</sup>.

Ainda na esteira deste entendimento, sustenta-se na doutrina<sup>153</sup> que, sempre que o dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição seja imposto pela lei num momento anterior àquele em que haja uma verdadeira posição de domínio sobre a sociedade aberta, o acionista controlador ainda não terá pago qualquer contrapartida pelo domínio, sendo o cálculo da contrapartida calculado com base no histórico de contrapartidas dos últimos meses manifestamente desadequado aos fins da obrigação de lançamento da OPA. A antecipação dos pressupostos do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição não representará uma tutela acrescida, colocando o acionista entre ter de escolher sair da sociedade antes da situação de domínio se efetivar ou correr o risco de a sociedade evoluir para uma situação de controlo sem lhe ser dada nova oportunidade de sair.

Sustenta-se também na doutrina que<sup>154</sup>, no artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários, tende a prevalecer uma ideia de ponderação, pois o legislador deve *considerar*, tal como consta da letra do artigo 20.º, n.º 1, uma série de situações que não esgotam a titularidade e o usufruto. O artigo 20.º não consagra (neste entendimento), assim, ficções legais ou presunções absolutas, o que teria, no que respeita à OPA obrigatória, como já vimos, a consequência da imputação de direitos de voto que não se controla ou não se pode influenciar. Compreende assim, o artigo 20.º, n.º 1, presunções relativas. Se, no caso concreto, o participante provar que o facto presumido não se verifica, a presunção pode ser ilidida. As situações a que faz referência o artigo 20.º não devem ser aplicadas uniformemente para efeitos de participações qualificadas e ofertas públicas de aquisição obrigatórias. Como já vimos, a imputação de direitos no âmbito das OPA obrigatórias parte de uma mudança de controlo em que não faz sentido a constituição de lançar uma OPA com base em direitos de voto que a pessoa não pode

---

<sup>151</sup> PAULA COSTA E SILVA, “A imputação...”, p. 400.

<sup>152</sup> Na doutrina sustentando que a interpretação do artigo 20.º deve ter em conta uma situação de efetivo domínio: VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação...”, pp. 743 ss.; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 493 ss.; JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, “A imputação...”, p. 69; JOÃO CUNHA VAZ, *A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração*, Almedina, Coimbra, 2013, pp 316 ss.; Veja-se, ainda, PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 548.

<sup>153</sup> Cfr. VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação...”, pp. 743 ss.

<sup>154</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 376 ss. e 498 ss.

no presente influenciar. Já no caso da comunicação de participação qualificada, procura-se disponibilizar informação aos investidores útil para a tomada de decisão. Por isso, no cômputo dos direitos de voto para constituição do dever de comunicar as participações qualificadas, deve-se ter em conta os casos de influência potencial ou futura.

Em sentido oposto, Daniela Farto Baptista<sup>155</sup> sustenta que estamos perante presunções absolutas, para efeitos de oferta pública de aquisição, sendo que a lei de um facto conhecido retira um facto desconhecido (estando no artigo 20.º, n.º 4, estabelecida uma presunção relativa). Os “critérios de imputação têm um único sentido ou carácter unívoco e, como tal, devem ser objeto de interpretação ou aplicação uniforme em todos os casos para os quais são invocados”<sup>156</sup>, sendo o artigo 187.º dotado de válvulas de escape para controlar a severidade deste sistema. Assim, apesar desta primeira conclusão, entende que, ultrapassado o limite de um terço, nos termos do n.º 3 do artigo 187.º, o interessado fica sujeito a um regime de especial vigilância que o obriga a lançar uma OPA logo que adquira uma posição que lhe permita exercer uma influência dominante sobre a sociedade. “O mesmo equivale a dizer que, uma vez ultrapassada a fasquia de um terço e feita prova negativa do domínio, o facto constitutivo do dever que se pretende excluir deixa de ser a ultrapassagem do limite de metade dos direitos de voto e passa a ser a aquisição de uma posição que lhe permita o exercício de uma influência dominante”<sup>157</sup>, o mesmo valendo para os casos em que adquire, de uma só vez, a maioria<sup>158</sup>.

Por nossa parte, diremos que, de facto, estando na base da teleologia subjacente ao regime da OPA obrigatória uma aquisição ou mudança de controlo, não parece que se afigure uma solução consentânea com o espírito da lei, a imputação ao oferente, para efeitos do cômputo dos direitos de voto, de situações em que este não influencia o exercício desse direito. As regras da imputação de direitos de voto encontram-se sistematicamente inseridas no âmbito da secção II do CVM, cujo título é justamente “Participações qualificadas”. A sua origem liga-se a normas comunitárias impostas por Diretiva, neste âmbito.

---

<sup>155</sup> Cfr. DANIELA FARTO BAPTISTA, *A atuação...*, pp. 574 ss.

<sup>156</sup> Cfr. DANIELA FARTO BAPTISTA, *A atuação...*, p. 588. Assim, através da remissão, o legislador “apenas admite que o intérprete faça os ajustamentos necessários para permitir que *aquela mesma regra, com o critério valorativo que lhe está subjacente*, possa valer num domínio diferente daquele para o qual foi originalmente pensada. E, por conseguinte, significa que afasta quaisquer ‘ajustamentos’ que possam resultar na atribuição de um novo sentido à norma importada” (DANIELA FARTO BAPTISTA, *A atuação...*, pp. 587 e 588).

<sup>157</sup> DANIELA FARTO BAPTISTA, *A atuação...*, p. 590 ss.

<sup>158</sup> Pois, as “aquisições incrementais de uma participação a que possam imputar-se mais de metade dos direitos de voto em nada diferem da aquisição de uma só vez dessa maioria” (DANIELA FARTO BAPTISTA, *A atuação...*, p. 592).

Porém, se se optou por um regime único mais favorecedor da clareza aplicativa, facilitador dos modelos de decisão por parte dos investidores e que torna a lei mais acessível<sup>159</sup>, uma interpretação disforme pode toldar estes plasmados objetivos de unidade. Talvez a unidade não fosse a melhor opção a seguir pelo legislador.

E a verdade é que, no artigo 187.º, n.º 2, apenas se admite a derrogação do dever quando se ultrapasse uma percentagem de direitos de voto de um terço. Já não é assim quando estamos perante metade dos direitos de voto. Fazendo-se uma interpretação do artigo 20.º, que não tenha em atenção as especificidades da oferta pública de aquisição obrigatória, pode haver uma situação em que são imputados ao oferente direitos de voto que ele não influencia, ultrapassando metade dos direitos de voto de uma sociedade sem que ele possa refutar tal situação<sup>160</sup>. Não é de todo uma solução desejável, devendo ser dada alguma margem ao intérprete nos termos no artigo 9.º do Código Civil<sup>161 162</sup>.

### **2.3.5. Exclusão do dever: autonomia privada e prova negativa do domínio**

De acordo com o disposto no artigo 187.º, n.º 4, as sociedades abertas que não tenham ações ou valores mobiliários que confirmam o direito à sua subscrição ou aquisição admitidos à negociação em mercado regulamentado podem, pelos seus estatutos, suprimir o limite de um terço estabelecido no artigo 187.º, n.º 1. Só se aplica, assim, o limite de metade dos direitos de voto<sup>163</sup>. Uma sociedade que pretenda ver as suas ações negociadas em mercado regulamentado,

---

<sup>159</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 547

<sup>160</sup> Vejamos o exemplo apontado por VÍTOR PEREIRA NEVES, “Delimitação...”, p. 721, se a sociedade aberta detém 30% do capital de outra sociedade aberta, tendo como membros do seu órgão de administração ou fiscalização outros acionistas que detém mais 21% desse mesmo capital, nos termos do n.º 1 do artigo 20.º vão lhe ser imputáveis 51% dos direitos de voto quando na realidade ela só pode controlar, no sentido de dominar, o modo de exercício dos 30% que detém de forma direta. Já no caso de os administradores ou fiscalizares deterem uma percentagem entre 4% e 19%, pode furtar-se ao dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição, “embora substancialmente a situação seja idêntica”.

<sup>161</sup> A solução onde relevasse o domínio poderíamos chegar, também, com a interpretação do artigo 187.º, n.º 3 explanada anteriormente. Mas não cremos ter sido essa a intenção do legislador.

<sup>162</sup> Uma última ressalva resta fazer. No âmbito da União Europeia, o artigo 5.º, n.º 1, da Diretiva das OPA faz relevar não só os valores mobiliários detidos pelo oferente mas também por aqueles que com ele atuem em concertação. O artigo 2.º, n.º 1, alínea d), define pessoas que atuam em concertação como “pessoas singulares ou colectivas que cooperam com o oferente ou com a sociedade visada com base num acordo, tácito ou expresso, oral ou escrito, tendo em vista, respectivamente, obter o controlo da sociedade visada ou impedir o êxito da oferta”. Assim, o critério adotado pela Diretiva baseia-se num modelo de “aquisições concertadas”. Segundo DANIELA FARTO BAPTISTA, *A atuação...*, p. 596, “a ideia de cooperação de esforços e de coordenação de comportamentos que caracteriza a concertação está presente e serve de fundamento a todos os critérios de imputação previstos pelo artigo 20.º, n.º 1, e a alínea h) corresponde, isso sim, a uma cláusula geral de atuação concertada”. Sobre a atuação concertada como fundamento da imputação de direitos de voto, veja-se DANIELA FARTO BAPTISTA, *A atuação...*

<sup>163</sup> Partindo deste ponto, PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 661 e 662, faz uma interessante distinção entre quatro categorias diferentes de sociedade: as sociedades abertas comuns qualificadas nos termos do artigo 13.º, as sociedades semiabertas, ou seja aquelas que por aplicação do artigo 187.º, n.º 4, modificaram os seus estatutos para que não lhes fosse aplicável o limite de um terço dos direitos de voto; sociedades que não são abertas,

tendo anteriormente se socorrido da faculdade concedida pelo n.º 4 do artigo 187.º, terá de revogar essa cláusula para depois fazê-lo<sup>164 165</sup>.

E ainda, nos termos do artigo 187.º, n.º 2, quando alguém ultrapasse a fasquia de um terço e prove não ter o domínio da sociedade visada, nem estar com ela em relação de grupo, fica “dispensada” de lançar a oferta. Deste modo, podemos afirmar que, com a ultrapassagem da fasquia de um terço dos direitos de voto, há uma presunção ilidível, relativa (ou *iuris tantum*) da aquisição do domínio. Ao passo que, com a ultrapassagem da fasquia de metade dos direitos de voto, há uma presunção inilidível, absoluta (ou *iuris et de iure*) da aquisição do domínio<sup>166</sup>.

O potencial oferente deve provar que, apesar de deter aquela percentagem de direitos de voto, não controla a sociedade ou que um terceiro controla a sociedade. Provar que um terceiro controla a sociedade é condição suficiente, mas não necessária para afastar o dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição<sup>167</sup>. O afastamento do dever de lançar uma OPA poderá assim decorrer ou da prova da influência dominante de terceiro, ainda que com fundamentos diversos dos plasmados no artigo 21.º, n.º 2, ou da demonstração da inexistência de uma influência dominante por parte daquele que ultrapassou a fasquia de um terço dos direitos de voto. Não bastando ao interessado, para provar não ter influência dominante sobre a sociedade, a não verificação dos três indícios do artigo 21.º, n.º 2<sup>168 169</sup>.

Apesar de a lei não referir qual é o prazo dentro do qual deve ser feita a prova negativa do domínio, entende-se que esta deve ser feita logo após a constituição do dever do lançamento de oferta pública de aquisição, tendo em conta que o anúncio preliminar deve ser publicado

---

originalmente ou através da declaração de perda de qualidade (27.º a 29.º); as sociedades fechadas, em que, de acordo com o artigo 13.º, n.º 2, os estatutos obrigam a deliberação da assembleia geral para lançamento de uma oferta pública de venda.

<sup>164</sup> Veja-se neste sentido, PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 662; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 274 ss.; ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades...*, p. 810. Em sentido contrário, DANIELA FARTO BATISTA, *A atuação...*, pp. 590 ss.

<sup>165</sup> Para uma análise do problema da admissibilidade da fixação de cláusulas estatutárias que fixem um limite mais baixo do que aquele fixado na lei, PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 662 e 663.

<sup>166</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 678.

<sup>167</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 274 ss; ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades...*, pp. 810 e 811; PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 679 ss.

<sup>168</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 680.

<sup>169</sup> Importa aqui fazer uma precisão, Uma coisa é a influência que cada acionista pode exercer sobre cada um dos direitos de voto que está relacionada com o artigo 20.º, n.º1. Esta é a abordagem atomística. Outra coisa é a influência “medida na consideração global da posição que o participante em causa assume perante a sociedade em cujo capital participa, não já voto a voto, mas considerando a vontade colectiva correspondente às deliberações que a Assembleia Geral desta colegialmente tome.” O n.º 1 do artigo 21.º refere-se precisamente a esta segunda perspectiva. Perspetiva essa que também encontramos nos n.ºs 2 e 3 do artigo 187.º. Já nas presunções de domínio do artigo 21.º, n.º 2 e no n.º 1 do artigo 187.º encontramos aquela perspectiva atomizada. (Cfr. VÍTOR PEREIRA NEVES, “Delimitação...”, pp. 731 ss.).

imediatamente após a verificação do facto constitutivo do dever de lançamento (artigo 191.º do CVM)<sup>170</sup>.

Tendo logrado, aquele que *a priori* teria de lançar uma oferta pública de aquisição, fazer prova negativa do domínio, este fica obrigado a, nos termos do disposto no artigo 183.º, n.º 3: “comunicar à CMVM qualquer alteração da percentagem de direitos de voto de que resulte aumento superior a 1% em relação à situação anteriormente comunicada”; “lançar oferta pública de aquisição geral logo que adquira uma posição que lhe permita exercer influência dominante sobre a sociedade visada”. Assim, ocorrerá a hipótese plasmada na alínea b), do n.º 3 do artigo 187.º se alguma circunstância fizer com que a prova negativa do domínio deixe de se verificar<sup>171</sup>.

## **2.4. Os valores mobiliários visados pela oferta**

### ***2.4.1. Ações e outros valores mobiliários que confirmam o direito à sua subscrição ou aquisição***

Numa dimensão qualitativa, e tal como consta do artigo 187.º, n.º 1, a OPA obrigatória recai não só sobre as ações, mas sobre todos os valores mobiliários que confirmam o direito à sua subscrição ou aquisição emitidos por sociedades abertas. A *ratio* desta opção encontra-se no princípio da igualdade de tratamento de todos os titulares de valores mobiliários da sociedade visada<sup>172</sup>. Neste universo de valores mobiliários estão: *warrants* autónomos emitidos pela sociedade visada, que conferem o direito de aquisição de ações representativas do seu capital (Decreto-Lei n.º 172/99, de 20 de maio); obrigações convertíveis em ações (365.º do CSC) e obrigações com *warrant* (372.º-A do CSC)<sup>173</sup>.

No âmbito da Diretiva das OPA, e para os seus efeitos, o artigo 2.º, n.º, 1 alínea d), apenas se consideram como valores mobiliários os títulos negociáveis que conferem direito de voto numa sociedade. Indo, assim, o direito nacional para além do plasmado na Diretiva. Mas há a ter em conta o considerando (11) da mesma Diretiva que refere que os Estados-Membros devem poder estabelecer que o dever de lançar uma oferta a todos os titulares de valores mobiliários não vise apenas os valores mobiliários acompanhados de direito de voto.

---

<sup>170</sup> Neste sentido, PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 680 e 681.

<sup>171</sup> Veja-se PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 680.

<sup>172</sup> Neste sentido MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, p. 215; PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 647.

<sup>173</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 648; ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades...*, p. 813.

### **2.4.2. Princípio da generalidade da oferta**

Já numa dimensão quantitativa, o artigo 173.º do Código dos Valores Mobiliários exige que qualquer oferta pública de aquisição seja dirigida a todos os titulares dos valores mobiliários que dela são objeto, sem exceção (encontra-se este artigo no âmbito da secção I, do capítulo III, relativa às disposições comuns). Este é o princípio da generalidade (*all holders rule*), que constitui uma consequência do carácter público da oferta pública de aquisição e do princípio da igualdade (112.º do CVM).<sup>174</sup> Segundo o disposto no artigo 112.º, n.º 2, do CVM, se a quantidade total de valores mobiliários que são objeto de declarações de aceitação pelos destinatários for superior à quantidade dos valores mobiliários oferecidos, procede-se a rateio.

Na Diretiva das OPA, o seu artigo 5.º, n.º 1, exige que a oferta pública de aquisição obrigatória seja dirigida a todos os titulares de valores mobiliários. Acolhendo, deste modo, também este princípio. Aqui a Diretiva e o direito nacional convergem.

### **2.4.3. Princípio da universalidade da oferta**

Como já enunciamos anteriormente<sup>175</sup>, a oferta parcial não assegura a todos os acionistas a possibilidade de saírem da sociedade, ficando as declarações excedentárias sujeitas a rateio na medida do possível. Ainda se advoga, no sentido de um sistema de OPA obrigatória geral, que as OPA parciais podem colocar os acionistas numa situação de pressão para venda<sup>176 177</sup>, sendo, deste modo, uma OPA geral o meio eficiente para atingir a proteção dos minoritários.

Tendo em conta estas preocupações, em Portugal, no artigo 187.º, n.º 1, do CVM, ficou expressamente consagrado o princípio da universalidade da oferta (*equal opportunity rule*), dispondo que a OPA obrigatória abrange a totalidade das ações e outros valores mobiliários que deem direito à sua subscrição ou aquisição<sup>178</sup>.

Em desfavor das ofertas gerais, se invoca que a OPA compulsiva geral tem encargos inoportáveis para o oferente, perturbando mais o mercado de controlo, e a sua eficiência, do

---

<sup>174</sup> Assim “falamos” JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, p. 215; PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 650.; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 297.

<sup>175</sup> Cfr. Capítulo II, 2.1.1.

<sup>176</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 651 e 652, a exemplo cita as *ofertas germinadas (front-endend loaded two-tier bids)*. Nesse esquema de aquisição do domínio, há uma sucessão de ofertas apresentadas por um mesmo oferente, pensadas para forçar a aceitação da primeira oferta, face à redução de preço na segunda oferta. A vontade do acionista fica claramente condicionada.

<sup>177</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 289, ressalta que perante a opção por uma OPA parcial, o oferente, que pretendesse alcançar o controlo, seguiria sempre essa via, oferecendo uma melhor contrapartida para pressionar a venda. Perante esta contrapartida tão generosa, todos os destinatários procurariam alienar os seus valores mobiliários, deixando os excedentes para a aplicação das regras do rateio.

<sup>178</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 653, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 297 e 298; JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, pp. 215 ss.

que um regime de OPA obrigatória parcial<sup>179</sup>. E ainda, que a OPA geral leva o oferente a adquirir mais ações do que as que deseja. Se tivermos de colocar na balança, de um lado, o esforço financeiro do oferente e, do outro, a proteção dos minoritários, parece que a proteção dos minoritários é o interesse que importa proteger<sup>180</sup>.

Como se mostrou, o atual regime apenas consagra a OPA geral. Ora, nem sempre foi assim<sup>181</sup>. No âmbito do CódMVM, admitiam-se as OPA parciais. Tal solução era objeto de críticas<sup>182</sup>.

As OPA voluntárias parciais são acolhidas pelo nosso ordenamento jurídico. O artigo 189.º, n.º 1, estipula uma derrogação ao dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição obrigatória, se a ultrapassagem do limite de direitos de voto relevantes, nos termos do artigo 187.º, resultar da aquisição de valores mobiliários por efeito de uma oferta pública de aquisição lançada sobre a totalidade dos valores mobiliários referidos no artigo 187.º e com respeito pelas regras da contrapartida mínima. Noutra caso, atingindo-se a fasquia do 187.º, n.º 1, à OPA parcial terá de se seguir uma OPA geral. Ademais, a limitação dos poderes da sociedade visada, plasmada no artigo 182.º do CVM, apenas tem aplicabilidade no caso de a oferta pública de aquisição incidir sobre mais de um terço dos valores da respetiva categoria emitidos pela sociedade visada, tendo de outro modo este órgão poderes para comprometer o êxito da oferta. Este dado desencoraja de modo vigoroso as ofertas parciais<sup>183</sup>.

Na Diretiva das OPA, mais concretamente no seu artigo 5.º, n.º 1, exige-se que as ofertas públicas de aquisição obrigatórias sejam lançadas para a totalidade das participações dos titulares, vedando-se também as ofertas parciais<sup>184</sup>.

---

<sup>179</sup> JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória”, p. 216

<sup>180</sup> Referindo-se a estas críticas, cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 290 e 291, mas concluindo em sentido igual ao exposto.

<sup>181</sup> Ver supra, capítulo III, 1.2.

<sup>182</sup> A este propósito veja-se FERNANDO DA COSTA LIMA, “A experiência...”, pp. 73 e 74. Este autor relembra o caso do lançamento de uma oferta pública de aquisição parcial pelo BCP para aquisição de 40% das ações do BPA, não tendo o ministro das finanças concedido essa autorização, dizendo que só uma OPA geral protegeria os interesses dos acionistas devidamente do BPA.

<sup>183</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 653 e 654; JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, p. 217.

<sup>184</sup> JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória...”, p. 216, antes da aprovação desta Diretiva escreveu que a opção OPA geral/parcial constituía um núcleo de origem de divergências na regulação das OPA a nível europeu. Ora, a solução que acabou por seguir o legislador comunitário foi mesmo da OPA geral.

## 2.5. A contrapartida mínima

Nas ofertas públicas de aquisição obrigatórias, o oferente forçado a lançar uma oferta total sobre uma vasta gama de valores mobiliários, situação particularmente onerosa, obviamente pretende pagar o mínimo possível por eles (não obstante uma oferta pública de aquisição implicar sempre um elevado esforço financeiro, mesmo quando são menores os preços oferecidos, dada toda a estrutura na mesma envolvida). Para que os destinatários da oferta possam ter acesso a uma contrapartida justa, a lei estabelece um conjunto de regras mínimas da contrapartida quanto ao seu valor e conteúdo<sup>185</sup>. A não ser assim, lançar uma OPA com um preço irrisório “esvaziaria o conteúdo útil do dever”<sup>186</sup>. Assim, as razões avançadas pela doutrina para a consagração desta contrapartida mínima prendem-se com a proteção dos minoritários, garantia da igualdade de tratamento, através de uma distribuição do prémio de controlo<sup>187 188</sup>. No considerando 12, do Decreto-Lei n.º 486/99, pode-se ler: “O regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias assenta na ideia geral de que os benefícios da aquisição de domínio sobre uma sociedade aberta devem ser partilhados pelos accionistas minoritários.”

O Código dos Valores Mobiliários<sup>189</sup>, no seu artigo 188.º, n.º 1, consagra dois critérios para a fixação da contrapartida, devendo de entre eles atender-se ao mais elevado. São critérios mínimos. Assim, a contrapartida não deverá ser inferior ao mais elevado dos seguintes montantes: o mais elevado preço pago, nos últimos seis meses, pelo oferente ou pelas entidades que com ele estejam em algumas das situações previstas no artigo 20.º, n.º 1<sup>190</sup>; o preço médio ponderado, desses valores mobiliários, apurado em mercado regulamentado durante esse mesmo período. Não se podendo recorrer aos critérios supra explanados (ou porque a contrapartida proposta não se encontra devidamente justificada ou porque não é equitativa), ela deverá ser fixada por um auditor independente. Aqui, há que notar

---

<sup>185</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 303.

<sup>186</sup> Cfr. JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, pp. 217 e 218.

<sup>187</sup> Cfr. Hugo Moredo Santos, *Transparência...*, pp. 503 e 504; PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 667 ss., ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades...*, p. 814, JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, p. 218.

<sup>188</sup> Cfr. Capítulo II, 2.

<sup>189</sup> No CódMVM, as regras sobre a contrapartida só tinham funcionamento caso se tratasse de uma oferta geral (artigo 528.º). Sobre o regime da contrapartida no CódMVM, veja-se JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA obrigatória*, pp. 355 ss.

<sup>190</sup> Segundo Paulo Câmara, devemos proceder a uma interpretação extensiva desta norma em certas situações, como no caso dos contratos de opção ainda não executados. (Mais detalhadamente, veja-se PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 673 ss.).

que, se os valores mobiliários não estiverem admitidos à negociação em mercado regulamentado, este último critério não se aplica (cfr. artigo 198.º do CVM).

O critério apontado pelo artigo 188.º, n.º 1, de facto, “pode mostrar-se falível”<sup>191</sup>. No âmbito do período de seis meses que antecedem a publicação do anúncio preliminar, pode o oferente não ter procedido a aquisições, nem nenhuma das pessoas que com ele esteja nalguma das situações do artigo 20.º, n.º 1, ou as aquisições podem não ter sido representativas o suficiente. Ou mesmo, dar-se a situação de não estarem os valores admitidos à negociação em mercado regulamentado há pelo menos seis meses. Nestes casos, em que a contrapartida não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa, tem-se de recorrer então ao 188.º, n.º 2<sup>192</sup>.

O artigo 188.º, n.º 3, introduzido pela reforma de 2006, enumera um conjunto de situações em que presume que a contrapartida não é equitativa: se o preço mais elevado não tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o alienante através de negociação particular<sup>193</sup>, se os valores mobiliários em causa apresentarem liquidez reduzida por referência ao mercado regulamentado em que estejam admitidos à negociação<sup>194</sup>, se tiver sido fixada com base no preço de mercado dos valores mobiliários em causa e aquele, ou o mercado regulamentado em que estejam admitidos, tiver sido afetado por acontecimentos excecionais.

De acordo com o preceituado, no artigo 187.º, n.º 1, podem inscrever-se entre os valores objeto da oferta ações e outros valores mobiliários que confirmam o direito à sua subscrição ou aquisição. Podem, assim, ser definidos diferentes valores em relação à contrapartida. Note-se a

---

<sup>191</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 312.

<sup>192</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 312 e 313.

<sup>193</sup> Veja-se a título de exemplo, o caso da oferta obrigatória da Lusosuan, SGPS, Unipessoal, Lda., sobre as ações representativas do capital social da sociedade aberta CIPAN – Companhia Industrial Produtora Antibióticos, SA. A CMVM solicitou à Ordem dos Revisores Oficiais de Contas a nomeação de auditor independente para a fixação de contrapartida mínima a oferecer na OPA obrigatória. Isso ocorreu devido “à impossibilidade de determinar a contrapartida por recurso ao critério referido no n.º 1, alínea b) do artigo 188.º do Código dos Valores Mobiliários, atento o facto de as ações da CIPAN – Companhia Industrial Produtora Antibióticos, SA não estarem admitidas à negociação em mercado regulamentado, e o valor oferecido resultar de negociação particular, circunstância que, nos termos da al. a) do n.º 3 do mesmo artigo, faz presumir a natureza não equitativa da contrapartida fixada com base naquele valor.” (CMVM, *Boletim*, n.º 282, outubro de 2016, p. 2, disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/BoletimDaCMVM/Documents/Boletim%20CMVM%20282Outubro%202016.pdf>>).

<sup>194</sup> Veja-se a título de exemplo, o caso em que a CMVM deliberou e solicitou à Ordem dos Revisores Oficiais de Contas a nomeação de auditor independente para fixar a contrapartida mínima a oferecer na oferta pública de aquisição obrigatória sobre as ações representativas do capital social da Companhia Industrial de Resinas Sintéticas, CIRES, S.A. “A nomeação foi requerida pela Oferente Shin-Etsu International Europe, BV, e assentou na verificação de que a contrapartida oferecida se presume não equitativa uma vez que teve por referência um valor fixado em negociação particular e os valores mobiliários em causa apresentam reduzida liquidez no mercado regulamentado em que estão admitidos à negociação (n.º 2 e alíneas a) e b) do n.º 3 do artigo 188.º do Código dos Valores Mobiliários)” - Cfr. CMVM, *Boletim*, n.º 190, fevereiro de 2009, p. 3, disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/BoletimDaCMVM/Documents/daed679d7e7e4078ab45fbeba481d08bBoletimCMVMN190Fevereiro2009.pdf>>.

remissão feita do artigo 112.º, n.º 1, para o artigo 124.º, n.º 2. Quando estivermos perante obrigações convertíveis, por exemplo, o preço deve ser diferente ao pago por ações, respeitando-se o princípio da igualdade de tratamento ao impor um preço igual dentro da mesma categoria<sup>195</sup>.

Resta uma última palavra sobre a contrapartida, ou melhor, sobre a sua natureza. A contrapartida pode ser em valores mobiliários. Segundo o artigo 188.º, n.º 5, introduzido aquando das alterações de 2006, terão de ser cumpridos uma miríade de requisitos: estes terão de ser da mesma categoria dos valores mobiliários visados pela oferta e estar admitidos ou ser da mesma categoria dos valores mobiliários de elevada liquidez admitidos à negociação em mercado regulamentado, desde que o oferente (e as pessoas que com ele estejam em alguma das situações do artigo 20.º, n.º 1) não tenha (nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta) adquirido quaisquer ações representativas do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro, caso esse em que deve ser apresentada uma contrapartida em dinheiro.

A oferta pública de troca (aquela em que a contrapartida é em valores mobiliários) está sujeita a requisitos apertados. As razões que estiveram na base da consagração de um regime de limitação prendem-se com o facto de que, em “termos económicos, o pagamento em ações do oferente corre o risco sério de fazer repercutir sobre o destinatário da oferta o esforço financeiro da tomada”<sup>196</sup>. Juridicamente, sendo a OPA obrigatória uma forma de permitir aos acionistas saírem da sociedade, “se o sócio tem receio de ficar *preso* numa sociedade que tem um novo domínio, a aceitação da oferta apenas o fará ‘mudar de cárcere’”<sup>197</sup>.

Da interpretação do artigo 188.º, n.º 5, parece resultar que a contrapartida em valores mobiliários é sempre admitida, desde que estes sejam “do mesmo tipo do que os visados na oferta e estiverem admitidos ou forem da mesma categoria de valores mobiliários de comprovada liquidez admitidos à negociação em mercado regulamentado” (não sendo necessário, nesta primeira hipótese, qualquer apresentação de contrapartida em dinheiro). Já se o oferente e as pessoas que com ele estiverem nalguma das situações do artigo 20.º, n.º 1, tiverem, nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta,

---

<sup>195</sup> Assim entende HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 314 ss. “Funcionando como se fosse um espelho, o princípio da igualdade de tratamento evidencia as particularidades do objecto reflectido, mandando tratar de forma igual os titulares de valores mobiliários cujos direitos e deveres são iguais entre si, e de forma diferente os titulares de valores mobiliários cujos direitos e deveres são entre si diferentes” (HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 314 e 315).

<sup>196</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 673.

<sup>197</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 673.

adquirido quaisquer ações representativas do capital social da sociedade visada com o pagamento em dinheiro, deve ser apresentada, a par da contrapartida em valores mobiliários, uma contrapartida em dinheiro<sup>198</sup>.

A faculdade de recurso a valores mobiliários, plasmada neste artigo, está em consonância com a Diretiva das OPA (cfr. artigo 5.º, n.º 5), embora esta admita que os Estados-Membros possam, em qualquer caso, propor uma alternativa em numerário.

No regime anterior (à alteração de 2006), exigia-se sempre uma alternativa em dinheiro. Segundo Ana Sá Couto<sup>199</sup>, “este era um dos aspectos do regime legal anterior apontado pelos operadores do mercado como uma clara desvantagem competitiva do mercado português face a outros ordenamentos jurídicos, por constituir um potencial entrave à entrada de novos sócios, em particular estrangeiros, para a estrutura acionista das empresas nacionais, na medida em que constituía uma forte limitação à liberdade de estipulação dos oferentes”. Porém deve-se ter em conta que a “flexibilidade e a eficiência do mercado” não podem “suceder às custas dos destinatários das opas obrigatórias”<sup>200</sup>. De facto, admitir que a contrapartida seja unicamente em valores mobiliários significa admitir que dinheiro e valores mobiliários são dois meios indistintos para os destinatários, possibilitando-lhes os dois a saída da sociedade, na mesma medida, quando na verdade sabemos que não são. Os valores mobiliários não são um meio geral de pagamento. Além do que, o oferente pode vir ainda a integrar na contrapartida ações que não quer ou cujo valor preveja descer<sup>201</sup>. A consagração do anterior regime era justificada como “uma medida cautelar ligada à protecção dos accionistas minoritários que (...) poder-se-iam ver forçados a receber em troca das respectivas participações, caso pretendessem aceitar uma determinada oferta, valores mobiliários emitidos por entidades sobre as quais não possuíam informação, ao menos com acesso fácil.”<sup>202</sup> Concluindo, apesar de haver bastantes limitações à fixação da contrapartida em valores mobiliários, não podemos dizer que o grau de protecção dos minoritários oferecido nas duas situações é idêntico<sup>203</sup>.

---

<sup>198</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 318 ss., apresenta dúvidas quanto à interpretação deste normativo. Veja-se ainda, neste sentido, ANA SÁ COUTO, “Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA”, *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 25, dezembro de 2006, p. 72.

<sup>199</sup> ANA SÁ COUTO, “Breve comentário...”, p. 73.

<sup>200</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 320.

<sup>201</sup> Neste sentido, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, pp. 320 ss. Este autor acrescenta ainda a reforçar este ponto de vista, o facto de o artigo 194.º, n.º 1 prever sempre uma contrapartida em dinheiro.

<sup>202</sup> ANA SÁ COUTO, “Breve...”, p. 72.

<sup>203</sup> Veja-se a propósito, JOÃO SOARES DA SILVA, “Mandatory bid rule e a alternativa necessária em dinheiro: nota sobre o artigo 188.º, n.º 3 do Código dos Valores Mobiliários”, in AA. VV., *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Inocência Galvão Telles*, vol. IV, Almedina, 2003, p. 1037, referindo-se aos argumentos usados pelos países junto da Comissão para a não consagração em qualquer caso de uma alternativa em dinheiro.

## 2.6. Derrogações

As derrogações apresentam substanciais mudanças, face ao que se passava no CódMVM, onde eram apresentadas um conjunto de derrogações e dispensas. No CVM, as derrogações foram remetidas para o artigo 189.º. São apresentadas três hipóteses. Tratam-se de verdadeiras derrogações legais, “em que são *vinculados os poderes meramente declarativos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*”<sup>204</sup>.

### 2.6.1. Oferta pública de aquisição voluntária prévia

Segundo o artigo 189.º, n.º 1, alínea a), o disposto no artigo 187.º não se aplica quando a ultrapassagem do limite de direitos de voto relevantes resultar: da aquisição de valores mobiliários por efeito de oferta pública de aquisição lançada sobre a totalidade dos valores mobiliários referidos no artigo 187.º emitidos pela sociedade visada; sem nenhuma restrição quanto à quantidade ou percentagem máximas de valores mobiliários a adquirir e com respeito dos requisitos estipulados no artigo 188.º.

De facto, através do cumprimento dos requisitos do artigo 189.º, n.º 1, alínea a) é dada a possibilidade a todos os destinatários de saírem da sociedade, mediante o pagamento de uma contrapartida mínima, não se justificando uma oferta obrigatória subsequente<sup>205</sup>. Se fosse obrigatória ainda, assim, uma OPA subsequente, haveria uma dupla tutela dos acionistas minoritários injustificada.

Acresce que, este sistema por “um lado não estimula as ofertas voluntárias parciais” e “funciona como contramotivação para ofertas voluntárias a preços inferiores aos que resultariam da aplicação do art. 188.º”<sup>206</sup>. Ainda desencoraja as ofertas geminadas, uma vez que os destinatários da primeira oferta têm assegurada a possibilidade de lhe seguir uma outra oferta pelo preço do 188.º<sup>207</sup>.

Porém, note-se que, como alertam Domingos Salgado e Juliano Ferreira<sup>208</sup>, a remissão feita no artigo 189.º, n.º 1, alínea a) para os critérios do artigo 188.º pode suscitar algumas

---

<sup>204</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão...”, p. 20.

<sup>205</sup> Cfr. JULIANO FERREIRA, “Exceções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição”, *Direito das Sociedades em Revista*, ano 3, vol 6, outubro de 2011, p. 203.

<sup>206</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 682 e 683.

<sup>207</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 683.

<sup>208</sup> DOMINGOS SALGADO E JULIANO FERREIRA, “OPA derogatória: a derrogação do dever de lançamento de OPA com fundamento no prévio lançamento de OPA voluntária: momento em que deve ser apreciada e requisitos de que depende”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 52, dezembro de 2015, p. 44 ss.,

dúvidas no que respeita à contagem do período de seis meses a que se referem as alíneas a) e b) do artigo 188.º, n.º 1. Assim, deve-se ter em conta que, entre o anúncio preliminar da oferta pública de aquisição voluntária e a data do apuramento de resultados, momento em que se saberá se o oferente caiu no âmbito do artigo 187.º, n.º 1, e o anúncio preliminar a que alude o artigo 191.º, n.º 1 “pode decorrer um período temporal considerável”<sup>209</sup>. Assim, poder-se-á colocar a questão de saber se o preço deverá ter por referência os seis meses antecedentes ao período que antecede o anúncio preliminar da oferta pública de aquisição voluntária, se, por outra banda, deverá ter em conta a data mais próxima ao atingimento das fasquias do artigo 187.º, n.º 1. Pois o que existe antes é “uma mera intenção do oferente adquirir o controlo e uma mais ou menos remota perceção dos acionistas quanto ao facto de, vindo tal a acontecer, recaírem na posição de *minoritários*”<sup>210</sup>.

### **2.6.2. Saneamento**

Nos termos do artigo 189.º, n.º 1, alínea b) também não se irão aplicar as regras decorrentes do artigo 187.º quando a ultrapassagem do limite de direitos de voto resultar da execução de um plano de saneamento financeiro, no plano das modalidades de recuperação ou saneamento previstas na lei, incluindo da aplicação de medidas de resolução e do exercício de poderes de resolução ou de redução ou de conversão de instrumentos de fundos próprios a instituições de crédito ou sociedades financeiras nos termos da lei (cfr. artigo 205.º CIRE).

Como é exposto na doutrina<sup>211</sup>, numa situação destas uma obrigação de lançamento de uma OPA teria o efeito perverso de onerar ainda mais a recuperação da empresa em dificuldade, desencorajando o processo de recuperação de empresas. E ainda, note-se, numa situação destas a sociedade em recuperação não tem a possibilidade de perder a qualidade de sociedade aberta, uma vez que há uma suspensão dos órgãos sociais. É necessária deliberação da assembleia geral para esse efeito, nos termos do artigo 27.º, n.º 1, alínea b) do CVM<sup>212</sup>.

---

disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Cadernos%20MVM%2052.pdf>>.

<sup>209</sup> DOMINGOS SALGADO E JULIANO FERREIRA, “A OPA...”, p. 45.

<sup>210</sup> DOMINGOS SALGADO E JULIANO FERREIRA, “A OPA...”, p. 45

<sup>211</sup> Neste sentido, JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão...”, p. 19; JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, p. 219.

<sup>212</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 683.

### 2.6.3. Fusão de sociedades

Ainda, e finalmente, nos termos do plasmado na alínea c) do artigo 189.º, n.º 1, não haverá dever de lançamento de oferta pública de aquisição quando, a ultrapassagem das fasquias relevantes para constituição do dever, resultar da fusão de sociedades (se da deliberação da assembleia geral da sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria dirigida constar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de oferta pública de aquisição).

A fusão de sociedades está regulada nos artigos 97.º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais. Para que haja fusão necessariamente terá de haver uma deliberação da assembleia geral. Neste caso, o quórum constitutivo é de um terço do capital social, em primeira convocação e o quórum deliberativo é de dois terços, quer em primeira, quer em segunda convocação – artigos 382.º, n.º 2 e 386.º, n.º 3 do Código das Sociedades Comerciais. De acordo com o artigo 98.º, n.º 1, alínea e) CSC, no projeto de fusão devem ser especificadas as relações de troca das participações sociais.

Ora, da distribuição de ações resultantes da fusão, pode, eventualmente, dar-se o caso de se preencherem os pressupostos do artigo 187.º, n.º 1 CVM, gerando conseqüente um dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição. Não havendo possibilidade de fazer recurso ao artigo 187.º, n.º 2 CVM, “restaria ao sujeito lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das acções da nova sociedade, ainda que as relações de poder emergente fossem conhecidas e aceites, *como a Lei impõe que sejam*, por todos os accionistas”<sup>213</sup>. Neste quadro, é compreensível que o artigo 189.º, n.º 1 alínea c) tenha elencado a fusão de sociedades como uma das derrogações ao dever e lançamento de oferta pública de aquisição.

Há um outro aspeto a fazer ainda referência. Segundo o plasmado no artigo 189.º, n.º 1, alínea c), na “deliberação da assembleia geral da sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria exigida deve constar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de oferta pública de aquisição”. Na verdade, conforme é salientado por Juliano Ferreira<sup>214</sup>, seria uma melhor solução que tal constasse da deliberação de cada uma das sociedades participantes (100.º, n.º 2 CSC). Isto por uma série de razões. Primeiro porque os processos de fusão não se esgotam nas fusões por incorporação, parecendo a letra da lei pressupor somente essa situação ao referir-se à sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria dirigida. Assim na letra da lei não cabe a situação em que da

---

<sup>213</sup> JULIANO FERREIRA, “Excepções...”, p. 206.

<sup>214</sup> JULIANO FERREIRA, “Excepções...”, pp. 207 ss.

fusão resulte o nascimento de uma nova sociedade porque “esta não pode logicamente, pronunciar-se sobre uma situação que antecede a sua existência”<sup>215</sup>. Em segundo lugar, deve referir-se que quem obterá o controlo após a fusão pode ser detentor de ações em todas as sociedades participantes, exercendo os seus direitos de voto em todas elas. Deva notar-se ainda que o projeto de fusão tem de ser aprovado por todas as sociedades participantes. Não “pode descurar-se o mesmo grau de exigência e cuidado quanto ao procedimento em cada uma delas”<sup>216</sup>. A divulgação da situação que origina um dever de lançamento de oferta pública de aquisição deve ser dada a conhecer a todos certamente<sup>217</sup>. Concluindo, de facto da imposição desse dever com a amplitude supra explanada parecem só resultar efeitos benéficos, precludindo alguns efeitos perversos de solução diversa.

De referir ainda que, de acordo com o plasmado no artigo 105.º do CSC, os sócios que votaram contra a fusão podem ter assegurado nos estatutos um direito de exoneração. Porém na prática societária tal acontece raramente<sup>218</sup>.

## 2.7. Suspensão do dever

O artigo 190.º do CVM consagra a suspensão do dever. Segundo o preceituado nesse normativo, o dever de lançamento de oferta pública de aquisição fica suspenso mediante a ocorrência de dois requisitos: ocorrido o facto constitutivo deste dever a pessoa a ele obrigada, em comunicação escrita dirigida à CMVM se vincular a pôr termo a esta situação no prazo de 120 dias; neste prazo de 120 dias alienar os valores mobiliários bastantes para que os seus direitos de voto se situem abaixo dos limites a que se refere o artigo 187.º, desde que estes valores não sejam alienados a pessoas que estejam com ele em alguma das situações previstas no artigo 20.º, n.º 1.

Como vemos, a eficácia da suspensão, num primeiro momento, depende unicamente de uma comunicação escrita à CMVM, atingindo aqui a “depuração dos enunciados normativos, já detetada ao longo do Código, e a confiança no sistema jurídico (...) um dos seus expoentes

---

<sup>215</sup> JULIANO FERREIRA, “Excepções...”, p. 208.

<sup>216</sup> JULIANO FERREIRA, “Excepções...”, p. 208.

<sup>217</sup> De acordo com JULIANO FERREIRA, “Excepções...”, pp. 209 e 210, “relevância da voluntariedade da aceitação das novas relações de poder, enquanto causa de afastamento do dever de lançamento de oferta pública de aquisição apenas adquire pleno sentido no caso de ser deliberada unicamente pelos accionistas que não sejam pessoal e directamente beneficiários da mesma”, devendo considerar-se as possibilidades interpretativas de apoio a esta solução dentro do ordenamento jurídico nomeadamente com recurso aos artigos 384.º, n.º 6 CSC e 251.º CSC.

<sup>218</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 684.

máximos”<sup>219</sup>. De acordo com o Regulamento 3/2006 da CMVM (artigo 17.º): “Quem beneficiar de suspensão do dever de lançamento de oferta pública de aquisição pública de imediato um comunicado contendo, pelo menos, as seguintes informações: a) Identificação do interessado na suspensão; b) Breve descrição da situação de facto que justifica a suspensão; c) Quantidade de valores mobiliários e de direitos de voto, calculados nos termos do artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários, que o interessado detém, com indicação expressa dos direitos de voto inibidos.”

No preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, no seu ponto 12, pode ler-se que uma consagração de um critério de domínio efetivo justifica “a consagração da figura da suspensão do dever de lançamento de oferta, quando o domínio seja conjuntural”.

Assim, embora não existindo na letra da lei nenhuma referência a esse domínio conjuntural, ele não deve ser desconsiderado na interpretação do artigo 190.º Paulo Câmara adianta uma série de argumentos para o justificar<sup>220</sup>. Como vimos, há uma referência preambular nesse sentido. A relevância do domínio fortuito ou conjuntural decorre ainda do facto do interessado ter de assumir um dever de alienação para a suspensão ser eficaz, estando limitado o âmbito dos sujeitos a quem o mesmo pode alienar. Ademais, há “um argumento de ordem histórica e sistémica que, num momento de transição dos códigos, não deve esquecer-se.”<sup>221</sup> Com efeito, deve ter-se em conta as situações de exclusão do dever que eram preceituados no CódMVM. Aí estavam contempladas situações em que o domínio surgia “de modo involuntário ou inadvertido”<sup>222</sup>, situações essas que não constam atualmente do artigo 190.º. Solução oposta conduziria mesmo a uma contradição do sistema. Vejamos então os três casos em que deve ficar arredada a suspensão do dever.

A primeira situação é a de domínio efetivo. Numa situação de domínio efetivo não se pode recorrer ao artigo 190.º para “prorrogar o momento da publicação do anúncio preliminar”<sup>223</sup>. Realmente, tal consubstanciaria uma situação inconcebível, subvertendo todo o sistema. A segunda situação corresponde à de uma utilização abusiva, podendo a boa-fé, aqui,

---

<sup>219</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 685.

<sup>220</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 688 ss. Neste sentido, veja-se ainda, JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, p. 222.

<sup>221</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 688.

<sup>222</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 688.

<sup>223</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 689.

impedir o recurso à suspensão<sup>224</sup>. A terceira situação corresponde à de concurso entre os pressupostos da suspensão e os da substituição no cumprimento do dever<sup>225</sup>.

Em sentido contrário argumenta, João Calvão da Silva<sup>226</sup>, que não se pode limitar esta suspensão do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição a certos casos de aquisição fortuita, como seriam os casos de herança ou legado porque nada “há na lei que permita e muito menos imponha tal interpretação”<sup>227</sup>, não podendo o intérprete considerar um pensamento legislativo que não tem o “mínimo de correspondência verbal, ainda que imperfeitamente expresso”<sup>228</sup>. E por outro lado, o preâmbulo do diploma anteriormente enunciado, no ponto 12, fala de domínio conjuntural e não fortuito. Ao passo que no ponto 8 já emprega a expressão “aquisição involuntária”<sup>229</sup>. Ou seja, sustenta que deve também ser aplicada, a suspensão, aos casos de domínio conjuntural, mas não o entendendo na aceção anteriormente feita, mas como um domínio “temporário, transitório, independente do título de aquisição”<sup>230</sup>. Invoca ainda o princípio da liberdade contratual para o justificar<sup>231</sup>.

Não obstante a eventual precisão terminológica que haja a fazer sobre a distinção entre domínio fortuito e conjuntural, cremos que o ponto fulcral a ter em consideração é que uma não interpretação restritiva do artigo 190.º, n.º 1 levaria, em todo o caso, a efeitos bastante perversos, como ficou exposto anteriormente. Tais efeitos subverteriam por completo a suspensão. Trata-se de uma exceção ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição que como exceção só deve ser usada em quadros bastante apertados. Uma interpretação literal

---

<sup>224</sup> São vários os exemplos apontados por PAULO CÂMARA, *Manual...*, pp. 689 ss. Tal ocorreria, por exemplo, no caso de sucessivas suspensões em cadeia. Também poderia haver um aproveitamento abusivo da suspensão para, fazendo uso de uma detenção temporária dos direitos de voto atingir certas finalidades como utilizá-la como estratégia de defesa face a uma oferta pública de aquisição hostil. E ainda poderia ocorrer nos casos em que o adquirente propositadamente se coloca nessa situação para subsequente beneficiar da transmissão, em bloco do lote de domínio, “logrando assim uma mais-valia à margem do sistema de obrigatoriedade das ofertas públicas de aquisição”.

<sup>225</sup> A substituição envolve sempre um dever de lançamento ao passo que a suspensão se pretende pôr termo à situação que originou o dever de lançamento. Na suspensão há um prazo de 120, ao passo que na substituição o anúncio tem de ser lançado imediatamente. Uma representa um meio de cumprimento do dever e outra uma “válvula de escape ao dever”. Deste modo, “em caso de potencial concurso entre ambas as figuras, deve entender-se que os efeitos da suspensão são anulados pelas consequências da substituição” (Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 698). Acerca do cumprimento do dever veja-se Capítulo III, 2.8.

<sup>226</sup> Veja-se a este propósito: JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão...”, p. 23 ss.

<sup>227</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão...”, p. 23.

<sup>228</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão...”, p. 23.

<sup>229</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão...”, p. 23.

<sup>230</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão...”, p. 24.

<sup>231</sup> Veja-se detalhadamente, JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão...”, p. 25 e 26.

abriria, pois, uma brecha no sistema que não corresponde de todo ao espírito da lei. Assumindo aqui ainda o argumento histórico um papel relevante <sup>232</sup>.

De acordo com o artigo 190.º, n.º 3, durante o período de suspensão, ficam inibidos os direitos de voto, que implicaram a constituição do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição.

## 2.8. Cumprimento

De acordo com o artigo 191.º do CVM, a publicação do anúncio preliminar da oferta deve ocorrer imediatamente<sup>233</sup> após a ocorrência do facto constitutivo do dever de lançamento. Nos termos no n.º 2 do mesmo artigo a pessoa obrigada ao lançamento pode fazer-se substituir por outra no cumprimento do dever. Para o fito da proteção dos investidores é irrelevante quem é a pessoa do oferente<sup>234</sup>.

No caso de substituição, as referências do artigo 188.º à contrapartida mínima são lhe inteiramente aplicáveis. Pressupondo ainda, a substituição, que ao oferente substituto não sejam imputadas as fasquias de direito de voto que determinaram a constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição. De outra forma, estaria a cumprir um dever próprio<sup>235</sup>. Não pode uma oferta já em curso, posteriormente ser tida como feita em substituição. A oferta dirigida, de acordo com a possibilidade conferida pelo artigo 191.º, n.º 2, tem, desde o início, que assumir a sua natureza.<sup>236</sup>

---

<sup>232</sup> Veja a seguinte deliberação da CMVM: “Apesar da Finertec ter publicado, no dia 17 de Setembro de 2007, uma comunicação de suspensão do dever de lançamento de oferta pública de aquisição para efeitos de aplicação do art. 190º do Código dos Valores Mobiliários (CVM), invocando o desconhecimento da qualidade de sociedade aberta da Construtora do Tâmega, a CMVM entendeu, depois de ouvir os interessados e outras pessoas relacionadas com a Construtora do Tâmega no âmbito de um procedimento administrativo, que o recurso ao instituto da suspensão não foi legítimo, designadamente por não se ter considerado provado tal desconhecimento. (...) A CMVM entende que se mantém, por isso, os deveres de lançamento da oferta apesar de ter sido revogado o acordo parassocial e da participação qualificada da Finertec na Construtora do Tâmega ter entretanto diminuído para um limiar inferior a 1/3 dos direitos de voto. Pesaram também na decisão da CMVM, nomeadamente, a influência exercida pela Finertec sobre a Construtora do Tâmega na pendência da suspensão.” (CCMVM, Comunicados e contraordenações, 5 de maio de 2008, disponível em < <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20080505c.aspx>>)

<sup>233</sup> Antes da alteração operada pelo DL 219/2006, de 2 de novembro o prazo para a publicação do anúncio era de 30 dias. Agora a lei diz “imediatamente”. De acordo com o HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência...*, p. 323 ss., o prazo será inferior a 30 dias pois se o legislador eliminou o prazo anterior é porque não pretendia que o oferente dispusesse de prazo tão longo.

<sup>234</sup> Cfr. JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, “A OPA...”, p. 223.

<sup>235</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 697.

<sup>236</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 697.

## 2.9 Consequências do incumprimento do dever

Como referido, a publicação do anúncio preliminar deve ocorrer imediatamente após a verificação do facto constitutivo do dever de lançamento. Assim, decorrido um lapso de tempo curto sobre a ultrapassagem das fasquias percentuais relevantes, sem a publicação do anúncio preliminar, estaremos perante uma situação de incumprimento<sup>237</sup>.

De acordo com o artigo 393.º, n.º 2, alínea h) constitui contraordenação muito grave a violação do dever de lançamento de oferta pública de aquisição. É punível com coima entre €25 000 e €5 000 000 [artigo 388.º, n.º 1, alínea a)].

De acordo com o artigo 192.º, o incumprimento deste dever determina, ainda, a imediata inibição dos direitos de voto e dividendos inerentes às ações: que excedam o limiar a partir do qual é devido o lançamento; que tenham sido adquiridas no exercício dessas ações ou valores mobiliários que deem direito à sua subscrição ou aquisição. Só atinge assim uma quantidade de valores mobiliários residual. O artigo 192.º, n.º 3 faz uma distinção ao estabelecer que a inibição abrange, em primeiro lugar, as ações de que se seja diretamente titular. Porém, na medida do necessário poderá abarcar aquelas de que são titulares as pessoas do artigo 20.º, n.º 1. As deliberações dos sócios que, sem os votos inibidos, não teriam sido aprovadas são anuláveis e os dividendos dessas ações revertem para a sociedade (artigo 192.º, n.º 3 e 4).

A inibição vigora por um período de cinco anos (artigo 192.º, n.º 2). O período conta-se automaticamente a partir do momento em que se verifica o incumprimento. A inibição é automática, não necessitando de ser declarada pela CMVM<sup>238</sup>. Pode cessar na totalidade com a publicação de anúncio preliminar da oferta pública de aquisição a que estava obrigado, tendo neste caso de se respeitar as regras da contrapartida do artigo 188.º. Pode cessar também com a alienação das ações “excedentárias”, a pessoas que não estejam com o oferente em nenhuma das relações do artigo 20.º, n.º 1.

Uma última e final palavra para a responsabilidade civil. Nos termos do artigo 193.º, o infrator é responsável civilmente por todos os danos causados aos titulares de valores

---

<sup>237</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 699.

<sup>238</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, p. 701.

mobiliários sobre os quais a oferta, não realizada, devia ter incidido. Trata-se assim de mais um meio de proteção dos acionistas minoritários<sup>239 240</sup>.

---

<sup>239</sup> Cfr. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “OPA obrigatória no direito português: Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento”, p. 16 ss., *Estudos*, Instituto dos Valores Mobiliários, 2013, disponível em <[https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1378738637opa\\_obrigat%C3%B3ria\\_no\\_direito\\_portugu%C3%AAs\\_cfa.pdf](https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1378738637opa_obrigat%C3%B3ria_no_direito_portugu%C3%AAs_cfa.pdf)>.

<sup>240</sup> Veja-se ainda acerca da responsabilidade civil neste âmbito: ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “OPAs obrigatórias...”, pp. 971 ss.

## Peroração

Desde a primeira consagração legislativa da OPA obrigatória, com o *City Code*, que a doutrina tem debatido a positivação deste dever. A favor do mesmo avança-se, como argumento fundamental, a proteção dos minoritários perante uma mudança ou aquisição de controlo. Configura, a OPA obrigatória, o único meio de acesso dos minoritários ao prémio de controlo, possibilitando-lhes a alienação das suas participações mediante uma contrapartida mínima. Participações essas que possivelmente se encontrariam numa situação de fraca liquidez. Há até aproximações desta possibilidade de saída a um direito de exoneração. Claro que o desiderato da OPA obrigatória só será plenamente cumprido se a OPA for total, abarcando todas as ações e demais valores mobiliários que deem direito à sua subscrição ou aquisição.

No ordenamento jurídico português, optou-se por um modelo de OPA obrigatória. Foi uma opção assumida legislativamente com o fito de proteção dos acionistas minoritários, permitindo-lhes partilhar dos benefícios da aquisição do domínio. Todo o regime tem de ser interpretado de acordo com essa premissa.

O regime português ultrapassou várias fases. Principiou com a consagração da OPA obrigatória, no Código das Sociedades Comerciais. Tratava-se de uma OPA de “intensidade fraca”. Passou por um “conturbado” Código do Mercado de Valores Mobiliários, em que, de uma regulamentação bipartida, passamos, com a revisão de 1995, a um regime de extraordinária complexidade. E desaguou no Código dos Valores Mobiliários.

No que concerne às OPA obrigatórias, o Código dos Valores Mobiliários sobreviveu quase, mas não totalmente, intocado à transposição para o ordenamento jurídico interno da Diretiva das OPA. Nalguns aspetos, este Código vai muito além da Diretiva. Realçemos que o CVM impõe a OPA obrigatória no caso de estarmos perante sociedades abertas, não se restringindo às sociedades cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação em mercado regulamentado, como faz a Diretiva. A “harmonização mínima” assim o impunha decerto. Convergir realidades tão diferentes, no âmbito da União Europeia, não é fácil. O velho continente almeja a unidade, mas recentemente teve de lidar com a saída da Inglaterra da União Europeia. País esse que previu originariamente a oferta pública de aquisição obrigatória, e cujas soluções foram fonte inspiradora da Diretiva das OPA.

Foqemos alguns pontos do regime que tivemos oportunidade de analisar ao longo do presente trabalho. A consagração de um regime unitário de imputação de direitos de voto cria algumas dificuldades, como ficou demonstrado. Uma interpretação desse preceito, que não

tenha em conta o controlo efetivo sobre o direito de voto, pode conduzir a resultados perversos. A opção por não impor sempre uma contrapartida, em qualquer caso em dinheiro, não gera uma proteção dos minoritários tão forte. E atente-se que essa opção foi conferida ao legislador nacional pelo legislador comunitário. No que respeita à suspensão dos direitos de voto, uma não interpretação restritiva do artigo 190.º, que abarque situações para além do domínio fortuito, pode conduzir a resultados indesejáveis, gerando aproveitamentos maliciosos. Impunha-se uma redação mais clara desse preceito.

Creemos que a história das ofertas públicas de aquisição obrigatórias ainda vai fazer correr “rios de tinta”. Quem sabe virá uma nova Diretiva que obrigará o legislador nacional a alterar o regime.

*“It is the same juvenile but unavoidable instinct of the speleologist who, upon discovering a new cavern, prefers to point the torch all over the pathway to gaze into its end rather than focus a blasé light on his immediate steps. A far look for a far reach. Let the detained steps for the next explorers, who can hopefully benefit from this first draft map of the cave.”*

João Marcelo G. Pacheco, *Bifurcation or parallel routes?: In search of US functional substitutes for the British post-takeover mandatory bid rule*, The London School of Economics and Political Science

## Bibliografia

- ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedade Comerciais: Valores Mobiliários e Mercados*, Coimbra Editora, Lisboa/Coimbra, 6.<sup>a</sup> edição, 2011
- ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, “OPA obrigatória no direito português: Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento”, *Estudos*, Instituto dos Valores Mobiliários, 2013, disponível em <[https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1378738637opa\\_obrigat%C3%B3ria\\_no\\_direito\\_portugu%C3%AAs\\_cfa.pdf](https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1378738637opa_obrigat%C3%B3ria_no_direito_portugu%C3%AAs_cfa.pdf)>
- BAPTISTA, DANIELA FARTO, *A Atuação Concertada Como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Universidade Católica Editora, Porto, 2016
- 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, Coimbra, 2014
- CÂMARA, PAULO, “O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, pp. 203-284
- CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 3.<sup>a</sup> edição, 2016
- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, “A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, abril de 2000, pp. 162-193, disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/CadernoN7.aspx?v=>>
- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, “Os casos de obrigatoriedade de lançamento de uma oferta pública de aquisição”, in AA. VV., *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*, Edifisco, Lisboa, 1992, pp. 7-77
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “A 13.<sup>a</sup> directriz do direito das sociedades”, *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 64, vol. I e II, novembro de 2004, disponível em <[http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe\\_artigo.aspx?idc=1&idsc=45841&ida=48796](http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=1&idsc=45841&ida=48796)>

- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa”, *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 54, dezembro de 1994, pp. 761-777, disponível em <<http://www.oa.pt/upl/%7B0465e24a-e154-4d0d-92ac-ba3d105d3dc6%7D.pdf>>
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “Ofertas públicas de aquisição”, separata de *Direito dos Valores Mobiliários*, *Revista da Faculdade de Direito de Lisboa*, Lex, Lisboa, pp. 267-290
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não realização”, *Revista de Direito das Sociedades*, n.º 4, ano III, 2011, pp. 927-984
- CORREIA, LUIS BRITO, *Direito Comercial: Sociedades Comerciais*, 2.º vol., AAFDL, [Lisboa], 1989
- COUTO, ANA SÁ, “Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA”, *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 25, dezembro de 2006, pp. 70-78, disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/b700412979094dd7be8fa98864fafd4aCadernosMVM25.pdf>>
- FALCÃO, JOÃO PAULO MENEZES, “A OPA obrigatória: fundamentos e regime no novo Código dos Valores Mobiliários”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, pp. 179-228
- FERRARINI, GUIDO E MILLER, GEOFFREY P., “A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe”, *Cornell International Law Journal*: Vol. 42: Iss. 3, Article 1, disponível em <<http://scholarship.law.cornell.edu/cilj/vol42/iss3/1>>, pp. 301-334
- FERREIRA, JULIANO E SALGADO, DOMINGOS, “OPA derogatória”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 52, dezembro de 2015, pp. 39-59, disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Cadernos%20MVM%2052.pdf>>
- FERREIRA, JULIANO, “Excepções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição”, *Direito das Sociedades em Revista*, ano 3, vol 6, outubro de 2011, pp. 189-224
- GARCIA, AUGUSTO TEIXEIRA, *OPA: Da Oferta Pública de Aquisição e Seu Regime Jurídico*, Coimbra Editora, Coimbra, 1995

- HOPT, KLAUS J., “A harmonização do regime das ofertas públicas de aquisição (OPAs) na Europa”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 215-239
- JÚDICE, JOSÉ MIGUEL/ANTAS, MARIA LUÍSA/FERREIRA, ANTÓNIO ARTUR/PEREIRA, JORGE BRITO, *OPA: ofertas públicas de aquisição (legislação comentada)*, Semanário Económico, Lisboa, 1992
- LIMA, FERNANDO DA COSTA, “A experiência das OPA em Portugal”, *O Economista – Anuário da Economia Portuguesa*, 1995, pp. 71-74
- MENDONÇA, JORGE RIBEIRO, “A tomada de sociedade através de oferta pública de aquisição”, *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, vol. XLV, n.ºs 1 e 2, 2004, pp. 47-81
- NEVES, VÍTOR PEREIRA, “A natureza transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários”, in AA. VV. *Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, vol. II, 2008, pp. 507-541
- NEVES, VÍTOR PEREIRA, “Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e de exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição”, in AA.VV., *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. I, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 711-754
- PEREIRA, JORGE BRITO, *A OPA Obrigatória*, Almedina, Coimbra, 1998
- PEREIRA, JOSÉ NUNES, “O regime jurídico das ofertas públicas de aquisição no recente Código do Mercado de Valores Mobiliários: Principais desenvolvimentos e inovações”, *Revista da Banca*, n.º 18, abril-junho de 1991, pp. 29-98
- REQUICHA, MANUEL, “O dever de lançamento de OPA nos casos de sucessão *mortis causa*”, *Revista de Direito das Sociedades*, n.º 1, ano VI, 2014, pp. 9-58
- RESENDE, JOÃO MATTAMOUROS, “A imputação de direitos de voto no mercado de capitais”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, abril de 2007, pp. 47-58, disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/34d3e52c6a15484b96d7d1e1ccf164adCadernosMVM27.pdf>>

- SANTOS, HUGO MOREDO, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra Editora, Lisboa/Coimbra, 2011
- SCHUSTER, EDMUND-PHILIPP, *Efficiency in Private Control Sales – The Case of Mandatory Bids*, Law, Society and Economy Working Papers, 2010, disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1610259>>
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, “OPA convencional obrigatória”, *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 2001, pp. 89-104
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, “Suspensão do dever de lançamento de OPA”, *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 2001, pp. 7-35
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Estudos de Direito Comercial (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 1994
- SILVA, JOÃO SOARES DA, “Algumas considerações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, abril de 2007, pp. 47-58, disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/34d3e52c6a15484b96d7d1e1ccf164adCadernosMVM27.pdf>>
- SILVA, JOÃO SOARES DA, “Mandatory bid rule e alternativa necessária em dinheiro: nota sobre o artigo 188.º, n.º 3 do Código dos Valores Mobiliários”, in AA. VV., *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, vol. IV, Almedina, 2003, pp. 1031-1054.
- SILVA, PAULA COSTA E, “A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VII, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 403-441
- SILVA, PAULA COSTA e, “Sociedade aberta, domínio e influência dominante”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VIII, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 541-571
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, “Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, *Direito das Sociedades em Revista*, ano 2, vol. 3, março de 2010, pp. 11-49
- VAZ, JOÃO CUNHA, *A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração*, Almedina, Coimbra, 2013

VAZ, JOÃO CUNHA, *As OPA na União Europeia Face ao Novo Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2000

VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1992

VENTURUZZO, MARCO, *The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not so Different (Political and Economic) Ends?*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 06-07, 2005, disponível em <<https://ssrn.com/abstract=819764>>.

VICENTE, DÁRIO MOURA, “Ofertas públicas de aquisição internacionais”, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VII, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 465-494

XAVIER, VASCO DA GAMA LOBO, “Defensive measures against takeovers in Portugal”, in J.M.M. Maeijer (ed.), *Defensive Measures Against Hostile Takeovers in the Common Market*, Kluwer Academic Publishers, 1990, pp. 197-200

Outros documentos:

CMVM, *Boletim*, n.º 282, outubro de 2016, disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/BoletimDaCMVM/Documents/Boletim%20CMVM%20282Outubro%202016.pdf>>.

CMVM, *Boletim*, n.º 190, fevereiro de 2009, disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/BoletimDaCMVM/Documents/daed679d7e7e4078ab45fbeb481d08bBoletimCMVMN190Fevereiro2009.pdf>>

CMVM, *Comunicados e contraordenações*, 5 de maio de 2008, disponível em <<http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20080505c.aspx>>