

# *OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização*

PROF. DOUTOR ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO

Sumário: *I – Introdução: 1. O objeto da pesquisa; 2. A sequência e o método. II – Ofertas públicas de aquisição: 3. Noções gerais; 4. Análise económica dos takeovers; os seus objetivos; 5. Aspectos europeus; a preparação da Diretriz das OPAS; 6. O sistema, as definições e os princípios gerais das OPAS; 7. O processo, as atuações potestativas, as sanções e as disposições finais; 8. Ponderação global da Diretriz; 9. Os debates da transposição e a sua atualidade; 10. O Direito mobiliário português. III – Direito dos grupos de sociedades: 11. Aspectos europeus; 12. A influência em Portugal; 13. O Código das Sociedades Comerciais; 14. A imputação unitária de votos. IV – As ofertas obrigatórias: 15. Origem e justificação; 16. O direito subjetivo ao lançamento da OPA; 17. O dever de lançar uma OPA como norma de proteção; 18. A execução específica. V – Ofertas obrigatórias e sua inobservância, no Direito português: 19. Os pressupostos; as exclusões; 20. As sanções; o recurso ao Direito civil; 21. O direito à oferta; 22. A execução específica; 23. O alargamento a outros deveres de contratar (conferir); as sanções pecuniárias compulsórias; 24. O dever de lançar uma OPA; vantagens; aspetos práticos; 25. Os deveres de indemnizar; a norma de proteção e a culpa; 26. A indemnização. VI – Síntese conclusiva: 27. Pontos fundamentais: I. Quanto às ofertas públicas de aquisição em geral; II. Quanto ao Direito dos grupos de sociedades; III. Quanto a OPAs obrigatórias; IV. Quanto a OPAs obrigatórias e à sua inobservância, no Direito português.*

## **I – Introdução**

### **1. O objeto da pesquisa**

I. O presente estudo visa elucidar três questões concretas, à luz do Direito positivo português aplicável:

- quais são os pressupostos de uma oferta pública de aquisição (OPA) obrigatória;
- como calcular, para o efeito, os votos correspondentes a sociedades que se encontrem numa relação de grupo;
- que consequências resultam da não-realização de uma OPA legalmente obrigatória.

Estamos perante matérias que alcançam uma assinalável dificuldade. O desenvolvimento subsequente dirige-se a um público especializado. Omitiremos, por isso, explicações e circunlóquios que podem ser confrontados em obras universitárias de tipo geral<sup>1</sup>, recordando, apenas, os aspetos mais relevantes, para a coerência do discurso.

II. Uma OPA corresponde a uma legitimação jurídica de um fenómeno de concentração de empresas. Serve diversos valores, que importa conhecer, para efeitos de uma boa interpretação das normas em presença. Trata-se de uma matéria particularmente estudada nos Estados Unidos e que foi transposta, para o Continente europeu e com diversas adaptações, pela doutrina alemã.

O Direito relativo às OPAs teve um desenvolvimento desigual, nos diversos Estados. No termo de um processo complexo de preparação, foi elaborada uma diretriz comunitária – a Diretriz n.º 2004/25, de 21 de Abril, alterada pela Diretriz n.º 2009/44, de 6 de Maio – transposta pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro.

Tudo isto deve ser ponderado, de modo a melhor fixar o regime português aplicável neste domínio.

III. A matéria dos grupos de sociedades dispõe, no Direito português, de um desenvolvimento muito superior ao dos seus congéneres europeus. A explicação é de ordem histórica: aquando da preparação do Código das Sociedades Comerciais e na base de estudos do saudoso Prof. Raúl Ventura, foi feita uma “transposição” de um projeto de Diretriz (a Nona, de Direito das sociedades) que acolhia, fundamentalmente, o sistema alemão. A 9.ª Diretriz, sobre grupos de sociedades, nunca veio à luz. Mas o seu projeto integrou-se, na ordem portuguesa, em termos que cabe recordar.

<sup>1</sup> Designadamente, nos nossos *Direito das sociedades 1, Parte geral*, 3.ª ed. (2011), 1274 pp., *Manual de Direito das sociedades 2, Parte especial*, 2.ª ed. (2007), 926 pp., *Direito europeu das sociedades* (2005), 1123 pp. e (coord.) *Código das Sociedades Comerciais anotado*, 2.ª ed. (2011), 1465 pp. e no excelente livro de PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed. (2011), 896 pp..

O conhecimento da estrutura normativa sobre grupos de sociedades permitirá, com mais bases, delucidar o tema da imputação de votos.

IV. O tema do lançamento obrigatório de OPAs é delicado. Cabe explicar a sua origem e os seus objetivos, à luz do Direito europeu e das ordens jurídicas que contribuíram para o modelar. A natureza jurídica das posições derivadas da obrigatoriedade do lançamento de OPAs requerem uma reflexão especializada. Seguir-se-á, com naturalidade, a pesquisa sobre as consequências da sua violação.

## **2. A sequência e o método**

I. O exposto permite fixar a sequência do presente estudo. Assim, vamos considerar, sucessivamente:

- as ofertas públicas de aquisição, percorrendo os seus objetivos, o regime europeu e as regras vigentes, no Direito português;
- os grupos de sociedades, recordando os dados europeus que lhe estão na origem, o regime vigente e os seus reflexos na imputação de votos, para efeitos do Direito mobiliário;
- as ofertas públicas obrigatórias, percorrendo a sua origem, os seus objetivos, a sua dogmática e as consequências da sua inobservância.

No final, vamos apresentar uma síntese conclusiva.

II. No desenvolvimento subsequente, vamos utilizar um método histórico e comparatístico comum a este tipo de estudos. Trata-se da via reconhecida mais eficaz, para melhor conhecer e aplicar as regras nacionais.

No campo comparatístico, vamos privilegiar o Direito alemão. Não temos como evitá-lo: trata-se da ordem jurídica que mais profundamente tem contribuído, há mais de cem anos, para a configuração do sistema lusófono<sup>2</sup>. Além disso, a doutrina alemã está subjacente à preparação da Diretriz sobre OPAs e ao projeto sobre grupos de sociedades. Finalmente, é ainda o Direito alemão que, indiretamente, influenciou o sistema vigente de responsabilidade civil e de execução específica. Sem esquecer nem as particularidades nacionais, nem a aportação anglo-saxónica, conseguiremos, por essa via, aceder a muitas das particularidades dos textos em vigor.

<sup>2</sup> Vide o nosso *O sistema lusófono de Direito*, ROA 2010, 17-119 (69 ss. e *passim*).

## II – Ofertas públicas de aquisição

### 3. Noções gerais

I. A oferta pública de aquisição é uma proposta, dirigida aos titulares de valores mobiliários de determinado emitente e categoria e que tem em vista a sua aquisição. A OPA inclui-se num universo mais amplo de ofertas públicas mobiliárias<sup>3</sup>, embora assuma, em termos económicos e jurídico-culturais, nesse domínio, um papel liderante.

II. As ofertas públicas de aquisição suscitam problemas de diversa natureza<sup>4</sup>. O presente estudo está vocacionado para OPAs obrigatórias. Todavia, o pano de fundo em que elas se inscrevem deve ser considerado.

Vamos começar pela análise económica das tomadas ou *takeovers*.

### 4. Análise económica dos takeovers; os seus objetivos

I. Na base da volumosa literatura norte-americana especializada, é possível apontar grandes blocos de teorias explicativas das tomadas de sociedades, elas próprias compreendendo diversas proposições explicativas<sup>5</sup>. Temos:

- teorias do aumento da eficiência empresarial;
- teorias da distribuição;
- teorias da eficiência do mercado;
- teorias da motivação pessoal dos dirigentes.

II. As *teorias do aumento da eficiência* comportam diversas explicações em sub-teorias:

<sup>3</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed. cit., 543 ss., com indicações.

<sup>4</sup> Entre outros escritos de nossa autoria, recordamos: *Da tomada de sociedades (takeover): efetivação, valoração e técnicas de defesa*, ROA 1994, 761-777, *Ofertas públicas de aquisição*, ROA 1996, 499-533 e *A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis*, ROA 1998, 133-195.

<sup>5</sup> Em especial: HERIBERT HIRTE/TOBIAS A. HEINRICH, no *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2.ª ed. (2010), Einl., 4 ss., com largas indicações bibliográficas, a 4-5; referimos, ainda, KLAUS J. HOPT, *Europäisches und deutsches Übernahmerecht*, ZHR 161 (1997), 368-420 (370 ss.) e, com particular interesse, HARTMUT KRAUSE, *Das obligatorische Übernahmeangebot/Eine juristische und ökonomische Analyse* (1996), 261 pp., 94 ss..

- (a) a *captação de sinergias, operacionais ou financeiras*<sup>6</sup>: as primeiras abrangem as economias de escala, provenientes de um maior volume de produção e as economias de escopo, pela complementarização dos recursos; um efeito comum das “economias” é a libertação de postos de trabalho; as sinergias financeiras advêm do aumento do *cash flow* e da maior captação de capitais;
- (b) o *funcionamento do mercado de aquisições*<sup>7</sup>: uma sociedade vê baixar a cotação das suas ações, perante a ineficiência da sua administração; quando seja alcançado certo patamar, ela torna-se apetecível, em termos de *takeover*, ficando no mercado das aquisições; este funciona como um mecanismo regulador do *management*, reduzindo os custos de agência, pela supressão das administrações incapazes<sup>8</sup>;
- (c) a *falta de liquidez (free cash flow)*: mesmo com uma boa gestão, a sociedade-alvo pode carecer de liquidez para distribuir: por exemplo, esta é reinvestida, criando mal-estar entre os investidores<sup>9</sup>; evidentemente: tal efeito é contraditado pela própria necessidade de liquidez, que deva ser distribuída como prémio de aquisição.

III. As *teorias da distribuição* jogam não propriamente com a maior eficiência resultante do *takeover*, mas com a redistribuição de encargos possibilitada, dentro do grupo. Temos, como subteorias:

- (a) o *prejuízo dos credores*; certas aquisições, designadamente por LBO (*Leveraged Buyout*)<sup>10</sup> exigem financiamentos maciços, que podem ser prejudiciais para os credores; estes podem ter interesse em tomar a sociedade em causa, como forma de minorar a situação<sup>11</sup>;

<sup>6</sup> JENS NYENHUIS, *Bedingte Übernahmeangebot im Vereinigten Königreich und Deutschland* (2005), XXIV + 307 pp., 24.

<sup>7</sup> JENS NYENHUIS, *Bedingte Übernahmeangebot* cit., 25–26. CHRISTIAN KIRCHNER, *Managementpflichten bei “feindlichen” Übernahmeangebot*, WM 2000, 1821–1830 (1823–1824).

<sup>8</sup> PETER SESTER, *Zur Interpretation der Kapitalmarkteffizienz in Kapitalmarktgesetzen, Finanzmarkt-richtlinien und Standards*, ZGR 2009, 310–345 (333 ss.); HORST EIDENMULLER, *Kapitalgesellschaftsrecht im Spiegel der ökonomischen Theorie*, JZ 2001, 1041–1051 (1047).

<sup>9</sup> JENS NYENHUIS, *Bedingte Übernahmeangebot* cit., 27.

<sup>10</sup> Aquisições levadas a cabo pelos próprios administradores da sociedade-alvo.

<sup>11</sup> JENS NYENHUIS, *Bedingte Übernahmeangebot* cit., 28; HIRTE/HEINRICH, no *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2.<sup>a</sup> ed. cit., Einl. Nr. 20–21 (16–17).

- (b) *o prejuízo dos minoritários*: a tomada de uma sociedade beneficia a entidade controladora, com concomitantes prejuízos para os minoritários; na acaparação de riqueza assim obtida residem explicações do *takeover*<sup>12</sup>;
- (c) *o prejuízo para os trabalhadores e para outros grupos de interesses*: desta feita sublinha-se que um *takeover* implica transferência de riqueza, fundamentalmente à custa dos trabalhadores, dos consumidores e de outros grupos de interesses<sup>13</sup>.

IV. As *teorias da eficiência do mercado* referem motivações mais diretamente ligadas aos jogos de preços, de ofertas e de procuras. Podemos subdistinguir várias explicações<sup>14</sup>:

- (a) *a subvalorização da sociedade alvo*: tratar-se-ia, segundo diversa literatura, do factor preponderante subjacente a qualquer decisão de *takeover*;
- (b) *a imediateza dos mercados de capitais*: tais mercados valorizam o lucro a curto prazo, em detrimento das vantagens a médio ou longo prazo; a tomada de uma sociedade, seguida de distribuição dos valores destinados a investimento, faria, a essa luz, sentido.

V. As *teorias do poder ou da motivação pessoal* recordam, por fim, as velhas aspirações do ser humano, na luta pela glória e pela gratificação pessoal. A ideia do *Empire Building* torna-se, todavia, mais lata: por vezes, o *takeover* surge como a face visível da luta entre grupos rivais<sup>15</sup>. Chega-se, assim, a saídas menos racionais, pautadas por perdas sofridas pelos oferentes, bastante mais comuns do que o que se pensa<sup>16</sup>.

VI. As teorias económicas explicativas dos *takeovers*, fundamentalmente norte-americanas, como se disse, não podem ser transpostas para a Europa sem algumas adaptações.

Desde logo, as teorias da distribuição não são (tão) operacionais: diversas regras europeias protegem os minoritários e os trabalhadores, de tal modo que

<sup>12</sup> *Idem*, 33; vide PETER O. MÜLBERT/MAX BIRKE, *Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot/Die angemessene Rolle der Verwaltung einer Zielgesellschaft in einer feindliche Übernahme*, WM 2001, 705-718 (709 ss.).

<sup>13</sup> JENS NYENHUIS, *Bedingte Übernahmeangebot* cit., 28-33. DIETER HAHN, *Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften* (1992).

<sup>14</sup> HIRTE/HEINRICH, no *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2.<sup>a</sup> ed. cit., Nr. 26 e 27 (18-19).

<sup>15</sup> JENS NYENHUIS, *Bedingte Übernahmeangebot* cit., 35 ss..

<sup>16</sup> PETER O. MÜLBERT/MAX BIRKE, *Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot* cit., 708/I e II.

não é possível jogar, *ad nutum*, contra eles. Também as teorias de mercado não funcionam automaticamente: faltam a dimensão, a liquidez e a atonicidade norte-americanas. O aumento de eficiência parece, assim, arvorar-se no fio condutor das aquisições europeias<sup>17</sup> e isso, naturalmente, para além das teorias do poder ou da motivação pessoal.

## 5. *Aspetos europeus; a preparação da Diretriz das OPAs*

I. A livre circulação dos capitais e das mercadorias veio dar uma dimensão europeia ao mercado mobiliário. As necessidades de transparência e de efetiva abolição de fronteiras levantaram a hipótese de uma aproximação das diversas leis nacionais<sup>18</sup>. Foram focados, como requerendo harmonização, os pontos atinentes à neutralidade das administrações<sup>19</sup>, à igualdade de tratamento<sup>20</sup>, à proteção dos minoritários<sup>21</sup>.

Após prolongados esforços abaixo referidos, foi aprovada a Diretriz n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa a ofertas públicas de aquisição<sup>22</sup>. Anteriormente, ela era conhecida como a 13.ª Diretriz do Direito das sociedades, nome pelo qual ainda é referida<sup>23</sup>.

II. A 13.ª Diretriz assenta em trabalhos preparatórios que se prolongaram por trinta anos. Um primeiro projeto foi elaborado por Robert Pennington, a pedido da Comissão, em 1974<sup>24</sup>. O documento foi apreciado<sup>25</sup>: ocupava-se da

<sup>17</sup> Vide HIRTE/HEINRICH, no *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2.ª ed. cit., Nr. 34 (21-22).

<sup>18</sup> THEODOR BAUMS, *Übernahmeregeln in der Europäischen Gemeinschaft*, ZIP 1989, 1376-1381; HEINZ-DIETER ASSMANN, *Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebot/Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission*, AG 1995, 563-572 (563 ss.).

<sup>19</sup> HOLGER ALTMEPPEN, *Neutralitätspflicht und Pflichtangebot nach dem neuen Übernahmerecht*, ZIP 2001, 1073-1084 (1074); KLAUS J. HOPT, *Europäisches und deutsches Übernahmerecht*, ZHR 161 (1997), 368-420 (391 ss.).

<sup>20</sup> PETER HOMMELHOFF/DETLEF KLEINDICK, *Takeover Richtlinie und europäisches Konzernrecht*, AG 1990, 106-111 (107/II).

<sup>21</sup> HARTMUT KRAUSE, *Der revidierte Vorschlag einer Takeover-Richtlinie (1996)*, AG 1996, 209-217 (211/I); HARALD KALLMEYER, *Die Mängel des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission*, ZHR 161 (1997), 435-454 (436 ss.).

<sup>22</sup> JOCE N.º L-142, 12-23, de 30-Abr.-2004.

<sup>23</sup> STEFAN GRUNDMANN, *Europäisches Gesellschaftsrecht* (2004), 436 ss.,

<sup>24</sup> PETER BEHREND, *Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer Europäischen Regelung für Übernahmeangebote*, ZGR 1975, 433-458 (434). Para uma panorâmica da evolução que conduziria à 13.ª

tutela das minorias e, no campo processual, distinguia uma fase secreta e uma fase pública<sup>26</sup>. Mas não teve seguimento. O tema ficou em letargia, tanto mais que, na época, só por exceção se verificaram tomadas (*takeover*) de sociedades no plano europeu. Em 1987, surge novo projeto<sup>27</sup>. Coincidindo com crescentes tomadas ocorridas, especialmente, em França e na Inglaterra<sup>28</sup>, este projeto veio a dar azo à proposta de 13.<sup>a</sup> Diretriz, de 19-Jan.-1989<sup>29</sup>.

Essa proposta de 1989 deparou com múltiplos críticos, avultando nomes como Theodor Baums<sup>30</sup>, Peter Hommelhoff, Detlef Kleindick<sup>31</sup>, Hans-Joachim Mertens<sup>32</sup> e Dieter Hahn<sup>33</sup>. Como pontos fracos, eram sublinhadas as incongruências perante o Direito dos grupos de sociedades e a desarticulação no tocante às medidas de defesa que pudessem ser opostas às OPAs. Às críticas doutrinárias vieram somar-se as tomadas de posição do Parlamento<sup>34</sup> e o Comité Económico e Social<sup>35</sup>. A Comissão acabou por apresentar, em 14-Set.-1980, uma proposta modificada<sup>36</sup>, sobre que chegou a pronunciar-se o Comité Económico e Social<sup>37-38</sup>.

Diretriz, *vide* ALEXANDER ZINZER, *Entwicklungen zu einem europäischen Übernahmerecht*, ZRP 2003, 78-82 (78).

<sup>25</sup> PETER BEHREND, *Rechtspolitische Grundsatzfragen* cit., 457 e JÜRGEN BESS, *Eine europäische Regelung für Übernahmeangebote/Kritische Bemerkungen zum Entwurf eines Richtlinienvorschlages über "Übernahmeangebote und Augebote"*, I e II, AG 1976, 169-176 e 206-210, que conclui em termos críticos (209).

<sup>26</sup> PETER BEHREND, *Rechtspolitische Grundsatzfragen* cit., 451 ss. (453 e 455).

<sup>27</sup> GÜNTER CHRISTIAN SCHWARZ, *Europäisches Gesellschaftsrecht* (2000), 479.

<sup>28</sup> *Vide* uma série de referências ilustrativas em KLAUS PETER BERGER, *Unternehmensübernahmen in Europa/Der geänderte Vorschlag für eine EG-Takeover-Richtlinie im Vergleich mit nationalen Übernahmeregelung*, ZIP 1991, 1644-1660 (1645/I).

<sup>29</sup> JOCE N.º C-64, 8-14, de 14-Mar.-1989.

<sup>30</sup> THEODOR BAUMS, *Übernahmeregelung in der Europäischen Gemeinschaft* cit., 1376 ss..

<sup>31</sup> PETER HOMMELHOFF/DETLEF KLEINDICK, *Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht*, AG 1990, 106-111 (111).

<sup>32</sup> HANS-JOACHIM MERTENS, *Forderung von Schutz vor Zwang zu Übernahmeangeboten?*, AG 1990, 252-259 (259), concluindo que mais valeria não haver qualquer diretriz sobre o tema.

<sup>33</sup> DIETER HAHN, *Die Regulierung von Übernahmen in der Europäischen Gemeinschaft*, ZBB 1990, 10-21 (11/II).

<sup>34</sup> Deliberação de 17-Jan.-1990, JOCE N.º C-38, 41-48, de 19-Fev.-1990, com diversas alterações.

<sup>35</sup> Tomada de posição de 9-Mar.-1989, JOCE N.º C-298, 56-58, de 27-Nov.-1989,

<sup>36</sup> JOCE N.º C-240, 7-30, de 26-Set.-1990: as alterações foram extensas.

<sup>37</sup> Tomada de posição de 28-Fev.-1991, JOCE N.º C-102, 49-51, de 18-Abr.-1991.

<sup>38</sup> BARBARA GRUNEWALD, *Der geänderte Vorschlag einer 13. Richtlinie betreffend Übernahmeangeboten*, WM 1991, 1361-1366.



A proposta alterada de 13.<sup>a</sup> Diretriz obteve críticas abertas de diversos países<sup>39</sup>, principalmente: do Reino Unido<sup>40</sup>, da Alemanha<sup>41</sup> e da Holanda<sup>42</sup>. Recordamos que funcionava em Inglaterra, com agrado geral, o *City Code on Takeovers and Mergers*, assente na auto-regulação dos interesses em presença. A Alemanha, com as suas grandes sociedades fortemente blindadas, era pouco sensível ao tema, que lhe surgia como um factor de maior peso regulativo. Particularmente visado era o dever de lançar uma OPA por parte de quem obtivesse 1/3 dos votos em assembleia geral: contrário à lógica do *Konzernrecht* alemão<sup>43</sup>. Nestas condições e na Cimeira de Edinburgo, em Dezembro de 1992, a Comissão desistiu da proposta. O assunto foi reestudado, tendo vindo mais claramente a lume a diversidade de sistemas nacionais em vigor. Os países do Norte encaravam com pouca simpatia as hipóteses de OPAs hostis.

III. Em 7-Fev.-1996, surge uma 2.<sup>a</sup> proposta modificada de 13.<sup>a</sup> Diretriz<sup>44</sup>. Atendendo às críticas que a antecederam, esta proposta baixou de 22 para 12 artigos o texto destinado a regular as ofertas públicas de aquisição<sup>45</sup>. Deixou, ainda, um lato espaço de manobra às leis nacionais, sendo bastante melhor acolhida do que a versão anterior<sup>46</sup>. O Comité Económico e Social acabou por tomar posição<sup>47</sup>, o mesmo fazendo o Parlamento Europeu, em 26-Jun.-1997, após meses de discussão<sup>48</sup>: favoráveis, de princípio<sup>49</sup>. De todo o modo, na base

<sup>39</sup> GÜNTER CHRISTIAN SCHWARZ, *Europäisches Gesellschaftsrecht* cit., 480, MICHAEL ROOS, *Der neue Vorschlag für eine EG-Übernahme-Richtlinie*, WM 1996, 2177-2188 (2177 ss.), e KLAUS J. HOPT, *Europäisches und deutsches Übernahmenrecht*, ZHR 161 (1997), 368-420 (405).

<sup>40</sup> GÜNTER CHRISTIAN SCHWARZ, *Europäisches Gesellschaftsrecht* cit., 479, com indicações e ROOS, *Der neue Vorschlag* cit., 217 nota 10.

<sup>41</sup> Além das obras já referidas, vide HANS-WERNER NEYE, *Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission*, ZIP 1995, 1464-1467 (1546-1465), contendo, em anexo, o *Übernahmekodex* alemão.

<sup>42</sup> HANS-WERNER NEYE, *Der neue Vorschlag der Kommission für eine dreizehnte Richtlinie über Übernahmeangebote*, DB 1996, 1121-1125 (1121/I), referindo também as críticas britânicas e as da Dinamarca.

<sup>43</sup> GÜNTER CHRISTIAN SCHWARZ, *Europäisches Gesellschaftsrecht* cit., 480.

<sup>44</sup> JOCE N.º C-162, 5-8, de 6-Jul.-1996, publicada também em AG 1996, 217-220.

<sup>45</sup> Quanto à 2.<sup>a</sup> proposta: HARTMUT KRAUSE, *Der revidierte Vorschlag eine Takeover-Richtlinie*, AG 1996, 209-217.

<sup>46</sup> MICHAEL ROOS, *Das neue Vorschlag für eine EG-Übernahme-Richtlinie*, WM 1996, 2177-2188 (2187/II) e MARTIN PELTZEK, *Der Kommissionsentwurf für eine 13. Richtlinie über Übernahmeangebote von 7.2.1996*, AG 1997, 145-151 (150/I).

<sup>47</sup> Tomada de posição de 10-Jul.-1996, JOCE N.º C-295, 1-10, de 7-Out.-1996.

<sup>48</sup> JOCE N.º C-222, 20-25, de 21-Jul.-1997.

<sup>49</sup> O Parlamento condicionou a aprovação à introdução de numerosas alterações.

da posição parlamentar, a Comissão introduziu novas modificações, de alcance modesto. É a 3.<sup>a</sup> proposta modificada de 11-Nov.-1997<sup>50</sup>. Esta proposta acentuou a natureza-quadro da regulação europeia, permitindo aos Estados-membros, inclusive, o recurso à auto-regulação.

A 3.<sup>a</sup> proposta modificada de 1997 obteve, na literatura da especialidade, um acolhimento cada vez mais benevolente<sup>51</sup>. Iniciaram-se projetos<sup>52</sup> e estratégias<sup>53</sup>, na sua base. Na própria Alemanha, concluíra-se que, perante a proposta e a ser a mesma aprovada, nem haveria que alterar o Direito interno<sup>54</sup>.

A 3.<sup>a</sup> proposta modificada foi objeto de uma tomada de posição comum favorável, da Comissão e do Conselho, de 19-Jun.-2000<sup>55</sup>. A doutrina – salvo o que depois se dirá sobre o dever de neutralidade da direção –, manteve posições favoráveis<sup>56</sup>, quedando aguardar a ida para o Parlamento<sup>57</sup>.

IV. Surpreendentemente, posta à votação, a proposta de 13.<sup>a</sup> Diretriz foi rejeitada, no Parlamento Europeu, por empate: 273 contra 273 votos, em 4-Jul.-2001<sup>58</sup>. Várias considerações a tanto terão levado<sup>59</sup>:

- o dever de neutralidade da direção é questionável, quando se admitem outros meios (menos claros) de defesa<sup>60</sup>;

<sup>50</sup> JOCE N.º C-378, 10-19, de 13-Dez.-1997, publicada também em ZIP 1997, 2173-2176.

<sup>51</sup> MATHIAS HABERSACK/CHRISTIAN MAYER, *Der neue Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie/Überlegungen zur Umsetzung in das nationale Recht*, ZIP 1997, 2141-2146 e HARALD KALLMEYER, *Pflichtangebote nach dem Übernahmekodex und dem neuen Vorschlag 1997 eine Takeover-Richtlinie*, ZIP 1997, 2147-21248.

<sup>52</sup> KLAUS J. HOPT, *Auf dem Weg zum deutschen Übernahmegesetz/Überlegungen zum Richtlinienentwurf 1997, zum Übernahmekodex (1997) und zum SPD-Entwurf 1997*, FS Zöllner I (1998), 253-274 (255).

<sup>53</sup> MARTIN WOLF, *Konzerneingangsschutz bei Übernahmeangeboten/neuere Entwicklungen zur Verteidigungsmassnahmen im Spannungsfeld zum EU-Richtlinienvorschlag*, AG 1998, 212-221, referindo o princípio da neutralidade da direção (219/I), mas reportando o déficit perante a tutela dos *Konzern* (219/II).

<sup>54</sup> GÜNTER CHRISTIAN SCHWARZ, *Europäisches Gesellschaftsrecht* cit., 483.

<sup>55</sup> JOCE N.º C-23, 1-8, de 24-Jun.-2001, com o texto completo. Cf. HANS-WERNER NEYE, *Der gemeinsame Standpunkt des Rates zur 13. Richtlinie auf dem Weg zu einem europäischen Übernahmerecht*, AG 2000, 289-296.

<sup>56</sup> BARBARA GRUNEWALD, *Europäisierung des Übernahmerechts*, AG 2001, 288-291.

<sup>57</sup> HARTMUT KRAUSE, *Die geplante Takeover-Richtlinie der Europäischen Union mit Ausblick auf das geplante deutsche Übernahmegesetz*, NZG 2000, 905-913 (913/II).

<sup>58</sup> JOCE N.º C-65 E, 57, de 14-Mar.-2002 (ponto 12).

<sup>59</sup> STEFAN GRUNDMANN, *Europäisches Gesellschaftsrecht* cit., 437.

<sup>60</sup> Cf. KLAUS J. HOPT, *Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feidlichen Übernahmen/zur aktien- und übernahmerechtlichen Rechtslage in Deutschland und Europa*, FS Lutter 2000,

- a proteção dos trabalhadores, que não estaria suficientemente assegurada;
- o *takeover* da Vodafone sobre a Mannesmann, que movimentou a opinião pública alemã.

V. Após algum embaraço<sup>61</sup>, a Comissão decidiu bater-se pela 13.<sup>a</sup> Diretriz<sup>62</sup>. Particularmente visada, pelos estudos depois conduzidos, foi a manutenção, em certos países, de diversos esquemas defensivos, enquanto não se permitia a resistência por parte da administração da sociedade visada<sup>63</sup>. Também as aquisições potestativas foram ponderadas.

Assim surgiu uma nova proposta: será a quarta proposta modificada de 13.<sup>a</sup> Diretriz, de 2-Out.-2002<sup>64</sup>. Apesar de procurar limar as arestas anteriores<sup>65</sup>, ela encaixou na cimeira de 19-Mai.-2003, perante críticas variadas. Valeu uma proposta de compromisso, de Junho de 2003, da delegação portuguesa que, no essencial, veio tornar facultativa a opção dos Estados ou das empresas, pela proibição de medidas defensivas ou pelo dever de neutralidade da administração da sociedade visada<sup>66</sup>.

1361-1400 (1363 ss.), com considerações de Direito comparado, particularmente o inglês (1368 ss.), MARITA KÖRNER, *Die Neuregelung der Übernahmekontrolle nach deutschen und europäischen Recht/insbesondere zur Neutralitätspflicht des Vorstands*, DB 2001, 367-371 (371/II) e ANDREAS DIMKE/KRISTIAN HEISER, *Neutralitätspflicht, Übernahmegesetz und Richtlinienvorschlag 2000*, NZG 2001, 241-259.

<sup>61</sup> SORIKA PLUSKAT, *Das Scheitern der europäischen Übernahmerichtlinie*, WM 2001, 1937-1942.

<sup>62</sup> HARTMUT KRAUSE, *Der Kommissionsvorschlag für die Revitalisierung der EU-Übernahmerichtlinie*, BB 2002, 2341-2347.

<sup>63</sup> *Idem*, 2341/I e 2342/II; vide PETER M. WIESNER, *Binnenmarkt und Wettbewerb bleiben auf der Strecke/Zum Kommissionsvorschlag für eine neue Übernahmerichtlinie*, ZIP 2002, 1967.

<sup>64</sup> COM (2002) 534 = JOCE N.º C-45, 1-17, de 25-Fev.-2003; a proposta consta, também, em ZIP 2002, 1863-1872 e em NZG 2002, 1146-1155.

<sup>65</sup> STEPHAN HARBARTH, *Kontrollerlangung und Pflichtangebot*, ZIP 2002, 321-332, CHRISTOPH SEIBT/KRISTIAN J. HEISER, *Der neue Vorschlag einer EU-Übernahmerichtlinie und das deutsche Übernahmehrecht*, ZIP 2002, 2193-2203, KLAUS J. HOPT, *Übernahme, beheimhaltung und Interessenkonflikte/Probleme für Vorstände, Aufsichts-räte und Banken*, ZGR 2002, 333-376 e BARBARA DAUNER-LIEB/MARIO LAMANDINI, *Der neue Kommissionsvorschlag einer EU-Übernahmerichtlinie – Stellungnahme der Gutachter des EU-Parlaments*, BB 2003, 265-267.

<sup>66</sup> Sobre estas vicissitudes, STEFAN GRUNDMANN, *Europäisches Gesellschaftsrecht* cit., 438: o único dos tratadistas do Direito europeu das sociedades que, até hoje, chegou a ocupar-se deste tema; cf., ainda, ARND ARNOLD, *Entschädigung von Mehrstimmrechten bei Übernahmen- Überlegungen zur geplanten Übernahmerichtlinie*, BB 2003, 267-270 (267/II: falando do artigo 11.º como a “lei da selva”) e MARCUS ESCHER/PETER FREY, *Diskussion um die EU-Übernahmerichtlinie/Weg fall der Mehrfachstimmrechte als Übernahme lindernisse?* BKR 2003, 225-226.

Mau grado estes sinais favoráveis, a incerteza manteve-se até ao fim<sup>67</sup>. A proposta acabaria por ser aprovada<sup>68</sup>, na base do compromisso<sup>69</sup>, surgindo como Diretriz do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21-Abr.-2004, relativa a ofertas públicas de aquisição.

Independentemente da sua valia, a 13.<sup>a</sup> Diretriz teve, na sua preparação, o mérito de ter promovido inúmeros estudos com uma dimensão lata de Direito comparado. A bola passou para o domínio das leis de transposição.

## 6. O sistema, as definições e os princípios gerais da Diretriz das OPAs

I. A Diretriz das OPAs, abandonando tendências que, nos seus atormentados preparatórios, pareceriam apontar para uma simplificação, acabou por surgir como diploma bastante denso. Comporta 23 artigos, dos quais alguns com assinalável extensão. Não usa capítulos, secções ou qualquer outra forma de ordenação da matéria: limita-se a epigrafar os diversos preceitos. Assim:

- Artigo 1.º Âmbito de aplicação;
- Artigo 2.º Definições;
- Artigo 3.º Princípios gerais;
- Artigo 4.º Autoridade de supervisão e direito aplicável;
- Artigo 5.º Proteção dos acionistas minoritários; oferta obrigatória; preço equitativo;
- Artigo 6.º Informação sobre ofertas;
- Artigo 7.º Prazo de aceitação;
- Artigo 8.º Divulgação da oferta;
- Artigo 9.º Deveres do órgão de administração da sociedade;
- Artigo 10.º Informação sobre as sociedades referidas no n.º 1 do artigo 1.º;
- Artigo 11.º Não oponibilidade das restrições em matéria de transmissão de valores mobiliários e direito de voto;
- Artigo 12.º Regime facultativo;
- Artigo 13.º Outras regras aplicáveis às ofertas;
- Artigo 14.º Informação e consulta de representantes dos trabalhadores;
- Artigo 15.º Aquisição potestativa;
- Artigo 16.º Alienação potestativa;

<sup>67</sup> ALEXANDER ZINZER, *Entwicklungen zu einem europäischen Übernahmerecht* cit., 79/1 ss., após analisar o projeto, afirma (82/1) ser duvidosa a sua aprovação.

<sup>68</sup> “Difícilmente”; vide HARTMUT KRAUSE, *Die EU-Übernehmerichtlinie/Anpassungsbedarf im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, BB 2004, 113-119.

<sup>69</sup> PETER M. WEISER, *Die neue Übernehmerichtlinie und die Folgen*, ZIP 2004, 343-350 (345/II).

- Artigo 17.º Sanções;
- Artigo 18.º Processo do comité;
- Artigo 19.º Comité de contacto;
- Artigo 20.º Revisão;
- Artigo 21.º Transposição;
- Artigo 22.º Entrada em vigor;
- Artigo 23.º Destinatários.

Apesar da falta de ordenação formal, a Diretriz das OPAs acaba por apresentar uma sequência bastante coerente<sup>70</sup>. Temos:

- definições e princípios gerais (1.º a 5.º);
- processo e direitos das pessoas envolvidas (6.º a 14.º);
- aquisições e alienações potestativas (15.º e 16.º);
- sanções e disposições finais (17.º a 23.º).

A Diretriz visa ofertas públicas relativas a sociedades cotadas (1.º/1). Ficam excluídas as sociedades de investimento coletivo (1.º/2) e os bancos centrais (1.º/3). As definições do artigo 2.º são as habituais, no campo mobiliário.

II. No tocante aos princípios gerais, contidos no artigo 3.º/1 da Diretriz, passamos a relevar:

- *o princípio da igualdade*, com duas facetas: todos os titulares de valores mobiliários têm igual tratamento; devem ser protegidos os titulares minoritários, quando os restantes tenham adquirido o controlo da sociedade – 3.º/1, a);
- *o princípio da reflexão*: os titulares visados devem dispor de tempo e de informação para tomar a decisão correta; a administração da sociedade visada deve apresentar o seu parecer no tocante às consequências da oferta sobre o emprego, as condições de emprego e os locais em que a sociedade exerce a sua atividade – 3.º/1, b);
- *o princípio da isenção*: o órgão de administração da sociedade deve agir de acordo com os interesses da sociedade no seu todo, não podendo impedir os titulares dos valores visados de decidir sobre o mérito da oferta – 3.º/1, c);

<sup>70</sup> Quanto à análise da Diretriz: STEFAN GRUNDMANN, *Europäisches Gesellschaftsrecht* cit., 387 ss., ZINZER, *Entwicklungen zu einem europäischen Übernahmerecht* cit., 79 ss., HARTMUT KRAUSE, *Die EU-Übernehmerichtlinie* cit., 113 ss. e PETER M. WEISER, *Die neue Übernehmerichtlinie und die Folgen* cit., 346 ss..

- o *princípio da verdade do mercado*: não podem ser criados esquemas que falseiem os preços dos valores mobiliários – 3.º/1, *d*);
- o *princípio da operacionalidade*: o oferente deve-se assegurar previamente de que pode assegurar a contrapartida em tempo útil – 3.º/1, *e*);
- o *princípio da continuidade*: a sociedade visada não deve ser perturbada, pela oferta, para além de um período razoável – 3.º/1, *f*).

Estes princípios são um *minimum* – 3.º/2, *a*); os Estados-membros podem ir mais além, estabelecendo condições adicionais e disposições mais restritivas – 3.º/2, *b*).

III. Os Estados-membros devem designar as entidades competentes para supervisionar a matéria da diretriz. Podem ser entidades públicas ou privadas – 4.º/1 – numa solução destinada a facultar os esquemas de auto-regulamentação em vigor nalguns países. Normalmente, essa autoridade será a que, em geral, supervisiona os valores mobiliários.

Quanto ao Direito aplicável: é o da autoridade de supervisão competente. A regra básica é a de se apelar à autoridade do Estado-membro onde se situa a sede social da sociedade visada, se os valores em causa estiverem admitidos à cotação num mercado regulamentado nesse Estado – 4.º/2, *a*) – ou a deste último, quando isso não suceda – *idem*, *b*); havendo vários mercados regulamentados de Estados-membros, opera a autoridade daquele em cujo mercado regulamentado os valores primeiro tenham sido admitidos – *idem*, 2.ª parte; sendo a admissão simultânea, escolhe a sociedade visada a autoridade competente – 4.º/2, *c*) – valendo ainda certas regras transitórias para as sociedades já admitidas a data da transposição: decidem as autoridades competentes em presença ou, se o não fizerem no prazo de 4 semanas, a própria sociedade visada.

O segredo profissional é assegurado, no que toca às autoridades de supervisão – 4.º/3. Estas devem dispor dos poderes necessários – 4.º/5 – sem prejuízo de recursos judiciais e/ou administrativos – 4.º/6.

IV. A proteção dos acionistas minoritários surge no artigo 5.º. A ideia geral resulta do n.º 1: sempre que uma pessoa venha a deter, por si ou em concertação, uma determinada percentagem de votos que lhe facultem o controlo, deve lançar uma oferta pública de aquisição para proteger os acionistas minoritários – 5.º/1. A percentagem que a tanto obrigue é determinada por cada Estado – 5.º/3: um ponto que custou a alcançar, na fase preparatória. Surgem diversas isenções. A contrapartida pode consistir em valores mobiliários, numerário ou ambos – 5.º/5.

## 7. O processo, as atuações potestativas, as sanções e as disposições finais

I. A decisão de lançar uma oferta deve ser imediatamente tornada pública, sendo avisada a autoridade de supervisão – 6.º/1; os Estados-membros podem determinar que esta seja previamente avisada. Sendo pública, a oferta deve ser comunicada aos representantes dos trabalhadores ou aos próprios trabalhadores, quando faltem os referidos representantes – 6.º/1.

Devem, ainda, ser divulgadas todas as informações necessárias para que os destinatários possam tomar uma decisão esclarecida – 6.º/2; o respetivo documento deve conter as (numerosas) indicações elencadas nas 14 alíneas do artigo 6.º/4.

O prazo da oferta não deve ser inferior a 2 semanas nem superior a 10, em princípio – 7.º/1. Trata-se, no fundo, de conciliar os princípios da reflexão (que exige tempo), com o da continuidade (que requer rapidez).

A oferta deve ser divulgada sem informações falsas ou enganosas – 8.º/1.

II. A questão da neutralidade da administração e das defesas contra OPAs foi tratada pelo artigo 9.º: em termos do delicado compromisso obtido. A ideia geral é a seguinte: a administração só pode empreender medidas defensivas após autorização da assembleia geral.

As sociedades incluídas no universo da 13.ª Diretriz devem publicar informações pormenorizadas que tenham a ver com a estrutura do seu capital e com o seu funcionamento – artigo 10.º.

A matéria conjuga-se com o artigo 11.º: durante o período de aceitação da oferta, as restrições à transmissão de valores não são oponíveis ao oferente (n.º 2); também não funcionam as restrições ao direito de voto nem o voto plural, na assembleia que estatua nos termos do artigo 9.º (n.º 3).

Todavia e pelo artigo 12.º, as regras dos artigos 9.º e/ou 11.º são facultativas, no sentido de poderem não ser exigidas pelos Estados-membros. Todavia, quando optem pela não aplicação, devem dar as sociedades com sede social no seu território a opção de escolher o esquema do artigo 9.º ou o do artigo 11.º. Podem, todavia, ficar ainda isentas de ambos os preceitos quando sejam alvo de uma oferta lançada por sociedade à qual eles não se apliquem, ou por sociedade controlada por outra que se encontre nessa posição – 12.º/3.

Como se vê, temos aqui a cascata de concessões e isenções que permitiu a aprovação da 13.ª Diretriz.

III. Os Estados-membros devem ainda estabelecer outras regras relativas às ofertas, pelo menos quanto – artigo 13.º:

- à caducidade da oferta;
- à revisão das ofertas;
- a ofertas concorrentes;
- à divulgação dos resultados das ofertas;
- à natureza irrevogável da oferta e às condições admissíveis.

Ficam ressalvadas as normas relativas à informação e consulta dos representantes dos trabalhadores e, disso sendo o caso, à cogestão – 14.º.

IV. Os artigos 15.º e 16.º da 13.ª Diretriz dispõem sobre a aquisição potestativa e a alienação potestativa, respetivamente.

Trata-se de um esquema com raízes nalguns países<sup>71</sup> e que facilita a concentração, excluindo pequenas minorias por um preço justo (*squeeze-out*) ou permitindo que essas mesmas minorias se livrem das suas posições, também por um preço justo<sup>72</sup>. A valoração subjacente parece simples: uma pequena minoria – fixada em 10%, mas que os Estados podem levar até 5% – já não tem grande significado em termos de participação societária, mas implica custos e sobressaltos consideráveis. Em benefício das sociedades e do que elas representam, a lei permite pôr cobro, potestativamente, à situação, assegurando-se, todavia, de que os interessados não são prejudicados.

V. As sanções correspondentes à inobservância das disposições nacionais que transponham a 13.ª Diretriz são deixadas a cargo dos diversos Estados-membros – 17.º. Elas devem, sempre segundo esse preceito, ser “proporcionadas e dissuasivas”.

VI. Prevê-se (artigo 18.º) que a Comissão seja assistida, no âmbito da Diretriz, pelo Comité Europeu dos Valores Mobiliários. Prevê-se, ainda, um comité de contacto (artigo 19.º), bem como a eventual revisão da Diretriz, ao fim de cinco anos (artigo 20.º).

O prazo para a transposição foi fixado em 20-Mai.-2006 (artigo 21.º).

<sup>71</sup> Vide o nosso *Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total* (artigo 490.º, n.º 3, do *Código das Sociedades Comerciais*), BMJ 480 (1999), 5-30, bem como o excelente acórdão do TC n.º 491/2002, de 26-Nov.-2002 (PAULO MOTA PINTO), DR II Série n.º 18, de 22-Jan.-2003, 1057-1070.

<sup>72</sup> STEFAN GRUNDMANN, *Europäisches Gesellschaftsrecht* cit., 460 ss..



## 8. Ponderação global da Diretriz

I. O longo período de preparação da 13.<sup>a</sup> Diretriz – trinta anos desde o projeto Pennington – teve um efeito curioso: ela começou por ser uma típica Diretriz de Direito das sociedades; hoje, ela seria qualificada como uma Diretriz mobiliária. Nas últimas décadas, o Direito mobiliário veio, efetivamente, a autonomizar-se.

II. A harmonização procurada pela Diretriz das OPAs acabou por ser modesta. Fruto de complicados compromissos, ela acabou por se refugiar:

- no menor denominador comum, acabando por consagrar aquilo que todos os ordenamentos já consignavam;
- na técnica das permissões aos Estados-membros: estes acabam por ter uma lata margem de escolhas.

O grande problema enfrentado era o da injustiça das ordens jurídicas “abertas”, que deixavam as suas sociedades à mercê dos *raiders* internacionais, perante outras que admitam esquemas defensivos de todo o tipo<sup>73</sup>. Um mercado único exigiria a cessação dessas distorções, podendo invocar-se, em abono, a própria liberdade de estabelecimento e a livre circulação de capitais. A União Europeia partirá, naturalmente, do pressuposto de que dispõe de esquemas de controlo e de defesa contra o crescente capital internacional sem rosto e, por vezes, carecido de branqueamento e que pode desarticular as mais sólidas empresas.

De todo o modo e mau grado as apontadas limitações, a Diretriz das OPAs conseguiu efetivos avanços, no tocante à uniformização das defesas.

III. Aparentemente, a Diretriz das OPAs pouco tinha que não estivesse já consagrado no Direito português, particularmente no Código de Valores Mobiliários de 1999. O legislador teve, de resto, à sua disposição, a 3.<sup>a</sup> proposta modificada, de 1997. Apenas haveria que acrescentar as referências às informações a prestar aos trabalhadores, constantes da Diretriz: têm um sentido social relevante, embora, na prática, só assumam um papel significativo quando haja cogestão.

<sup>73</sup> Vide o nosso *Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa*, acima referido.

Temos sustentado que o Direito mobiliário português é demasiado complicado, numa situação agravada por práticas burocráticas obsessivas. Com duas consequências:

- as operações mais significativas acabam por se fazer à margem da lei; todos recordamos o *dossier* Santander/Totta;
- variados operadores têm-se vindo a retirar do mercado, preferindo financiar-se junto a banca ou, *ad hoc*, no estrangeiro, do que recorrer aos nossos investimentos mobiliários.

O caminho já encetado, com o Código dos Valores Mobiliários de 1999, que conseguiu uma simplificação em relação ao Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991, deveria ser intensificado.

## 9. Os debates da transposição e a sua atualidade

I. O longo período de gestação da Diretriz sobre OPAs permitiu um florescer de operosa literatura sobre o tema. A própria lei alemã relativa às aquisições de valores e a *takeovers* – o *Werpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* ou *WpÜG* –, em vigor após 1-Jan.-2002, apesar de anterior à aprovação definitiva da Diretriz ficou, de certo modo, ligada ao debate europeu sobre a mesma<sup>74</sup>.

II. A longa história da preparação da Diretriz, acima sumariada, passou a fazer parte dos roteiros sobre as OPAs<sup>75</sup>.

Entre os aspetos focados, salientemos os mais significativos, em termos de relativa novidade:

- o relevo dado às participações indiretas e a necessidade de *Durchgriff* (“levantamento” ou “desconsideração” da personalidade coletiva) daí adveniente<sup>76</sup>;

<sup>74</sup> Vide a introd. ao *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2.<sup>a</sup> ed. (2010), já citado, bem como as do ROLAND STEINMEYER/MICHAEL HÄGER, *WpÜG/Kommentar*, 2.<sup>a</sup> ed. (2007), 83 ss. e de RUTH ZEHETMEIER-MÜLLER/NIKOLAS ZIRNGIBL, no STEPHAN GEIBEL/RAINER SÜSSMANN, *WpÜG/Kommentar*, 2.<sup>a</sup> ed. (2008), 37 ss..

<sup>75</sup> Além dos elementos acima referidos: CHRISTOPH H. SEIBT/KRISTIAN J. HEISER; *Das neue Vorschlag einer EU-Übernehmerichtlinie und der deutsche Übernahmerecht*, ZIP 2002, 2193-2203 (2193 ss.), PETER M. WIESNER, *Die neue Übernehmerichtlinie und die Folgen*, ZIP 2004, 343-350 (343 ss.), SILJA MAUL/DANIÈLE MUFFAT-JEANDET, *Die EU-Übernehmerichtlinie/Inhalt und Umsetzung in nationales Recht*, AG 2004, 221-234 e 306-318 (223 ss.) e ZEHETMEIER-MÜLLER/ZIRNGIBL, no GEIBEL/SÜSSMANN, *WpÜG/Kommentar*, 2.<sup>a</sup> ed. cit., 40 ss..

<sup>76</sup> SEIBT/HEISER; *Das neue Vorschlag* cit., 2197/I e 2199.

- as experiências de transparência<sup>77</sup>;
- a obrigação de lançar APAs, em certas circunstâncias: um aspeto considerado nuclear, pelos vários autores<sup>78</sup>;
- o estabelecimento de regras capazes de tornar efetiva essa obrigatoriedade<sup>79</sup>.

Subsequentemente, para além de diversos comentários à lei, cabe registar múltiplas monografias, designadamente sobre o *squeeze-out*<sup>80</sup> e a delimitação negativa do dever de lançar OPAs<sup>81</sup>.

III. Os comentadores explicam que a crise financeira e, depois, económica, iniciada em 2007, não fez baixar o interesse pelo tema. No ano de 2008, particularmente grave, na Europa, registou-se uma OPA da Schaeffler KG sobre a Continental AG, num valor de 11,8 biliões de euros e uma outra da Porsche AG sobre a VW AG, por 27,8 biliões de euros: a mais elevada que decorreu sob a WpÜG<sup>82</sup>. Surgem novos operadores financeiros<sup>83</sup> e *Hedgefonds*<sup>84</sup>, dando uma atualidade prática ao tema<sup>85</sup>.

Um dos domínios mais ventilados é, justamente, o da obrigação de, em certas situações, lançar OPAs. A discussão sobre esse tema prossegue, nos nossos dias<sup>86</sup>.

<sup>77</sup> WIESNER, *Die neue Übernahmerrichtlinie und die Folgen* cit., 347/II.

<sup>78</sup> MAUL/MUFFAT-JEANDET, *Die EU-Übernahmerrichtlinie* cit., 229 ss.; CHRISTOPH H. SEIBT/KRISTIAN J. HEISER, *Analyse des Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetzes (Regierungsentwurf)*, AG 2006, 301-320 (318).

<sup>79</sup> KLAUS J. HOPT/PETER O. MÜLBERT/CHRISTOPH KUMPAN, *Reform bedarf im Übernahmerecht*, AG 2005, 109-119 (113).

<sup>80</sup> ARNE KIESSLING, *Die übernahmerrichtliche Squeeze-out gemäss §§ 39 a 39b WpÜG* (2008), XVI + 269 pp.; MATHIAS KORSTEN, *Vermögensrechtliche Ansprüche der Minderheitsaktionäre beim Squeeze-out und bei der Übernahme* (2006), 246 pp..

<sup>81</sup> HENDRIK BRAUN, *Die Befreiung vom Pflichtangebot nach dem WpÜG* (2008), 416 pp..

<sup>82</sup> HERIBERT HIRTE/TOBIAS A. HEINRICH, no *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2.<sup>a</sup> ed. cit., Einl., Nr. 1 (3).

<sup>83</sup> HOLGER FLEICHER, *Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht*, ZGR 2008, 185-224.

<sup>84</sup> MAXIMILIAN SCHIESSL, *Empfehlungen an Publikumsgesellschaften für den Umgang mit Hedgefonds*, ZIP 2009, 689-697.

<sup>85</sup> WOLFGANG KÖNIG/OLIVER WILKEN/KLAU FELKE, *Praxis des Übernahmerechts* (2008), XVI + 248 pp.. Uma panorâmica geral da matéria pode ser confrontada em JÖRG KUBALEK, *Die Stellungnahme der Zielgesellschaft zu öffentlichen Angeboten nach dem WpÜG* (2006), 266 pp., mau grado o centrar-se, em especial, num ponto mais concreto.

<sup>86</sup> JOACHIM FRHR. VON FALKENHAUSEN, *Reformbedarf beim Pflichtangebot gemäss § 35 WpÜG*, ZHR 174 (2010), 293-317 (294 ss., 317), reclamando mais poderes para o BaFin.

## 10. O Direito mobiliário português

I. No Direito mobiliário português, as OPAs têm conhecido uma história recente mas já movimentada<sup>87</sup>. Inicialmente, o tema surge como societário. O Código das Sociedades Comerciais de 1986, nos seus artigos 306.º a 315.º, hoje revogados, ocupava-se da oferta pública de aquisição de ações. Seguiu-se o Código do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, que acrescentou uma série de regras, sobre OPAs. O Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, efetuou uma revisão aturada do CódMVM e revogou os artigos 306.º a 315.º do Código das Sociedades Comerciais. A partir dessa ocasião, o tema das OPAs passou, em definitivo, para o Direito Mobiliário.

O novo regime (ainda que não essencialmente diverso), foi aprovado pelo Código dos Valores Mobiliários, adveniente do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, precisamente par acolher a Diretriz n.º 2004/25, sobre ofertas públicas. Novas alterações, em grande número, advieram do Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro. Este diploma, entre outras, transpôs a Diretriz dita da transparência: a n.º 2004/109, de 15 de Dezembro.

II. As ofertas públicas de aquisição podem ser objeto de diversas distinções: ajudam a entender o seu conteúdo e a sua função. Assim, de acordo com o valor mobiliário, temos:

- OPAs de ações;
- OPAs de outros valores mobiliários.

A OPA pode visar, ou não, a aquisição de todos os valores mobiliários do tipo em causa. Daí resultam:

- OPAs totais;
- OPAs parciais.

A OPA pode suscitar a concordância ou a discordância da administração da sociedade visada ou sociedade-alvo. Assim teremos:

- OPAs amigáveis;
- OPAs hostis<sup>88</sup>.

<sup>87</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed. cit., 567 ss., com elementos.

<sup>88</sup> Por definição, a “hostilidade” terá de o ser em relação à administração e não aos acionistas: estes são sempre objeto do tratamento “amigável”, pressuposto por qualquer oferta pública, que lhes dará a oportunidade (que usarão ou não) de vender, arrecadando um prémio.

Lançada uma OPA sobre uma sociedade, pode a própria sociedade-alvo reagir com uma OPA sobre a sociedade primeiro oferente ou podem, outras entidades, lançar novas OPAs sobre a mesma sociedade-alvo. Trata-se de matéria estritamente regulada e que corresponde a:

- contra-OPAs;
- OPAs concorrentes.

III. A OPA é dirigida a todos os titulares dos valores mobiliários que dela sejam objeto (173.º/1). De outro modo, não estaria assegurada a regra do igual tratamento: a própria OPA já não seria “pública”, uma vez que passaria a ter destinatários predeterminados. Verifica-se ainda, pelo teor do artigo 173.º/3, que a generalidade das regras sobre OPAs se aplica, afinal, àquelas que visem ações de sociedades abertas.

Desde o momento em que se ponha a hipótese de uma OPA, o oferente, a sociedade visada, os seus acionistas e os titulares de órgãos sociais, bem como todos os que lhes prestem serviço a título permanente ou ocasional devem guardar segredo sobre a sua preparação e até à publicação do anúncio preliminar (174.º). Este ponto é muito relevante, constituindo informação privilegiada. O artigo 393.º/2, e), considera a violação do segredo como uma contra-ordenação muito grave. De facto, a divulgação do segredo pode permitir ganhos especulativos e injustos, pondo em crise a estrutura básica da confiança no mercado.

IV. A OPA dá, depois, azo a todo um processo<sup>89</sup>, com diversas fases, ora necessárias ora eventuais e que passamos a resumir. Temos:

- 1.º O anúncio preliminar: logo que tome a decisão da OPA, o oferente deve enviá-la à CMVM, à sociedade visada e às entidades gestoras do mercado regulamentado em causa, procedendo à publicação (175.º/1); a publicação obriga o oferente a lançar a OPA em termos não menos favoráveis e a requerer o registo da oferta no prazo de 20 dias, prorrogáveis, nas ofertas públicas de troca, pela CMVM, até 60 (175.º/2). O anúncio preliminar tem o conteúdo prescrito no artigo 176.º, o qual inclui, designadamente, a contrapartida oferecida: dinheiro, valores mobiliários ou outros (177.º); na hipótese de valores mobiliários, temos uma oferta pública de troca (178.º).

<sup>89</sup> O processo alemão pode ser seguido em NORBERT BRÖCKER/ARND WEISER, *Übernahmeangebot/Unternehmens- und Beteiligungsverb nach dem WpÜG*, XX + 138 pp, 7 ss..

- 2.º O requerimento do registo da OPA: deve ser instruído com os elementos referidos nos artigos 115.º, 116.º e 179.º.
- 3.º A decisão sobre esse requerimento, a proferir pela CMVM no prazo de 8 dias (118.º).
- 4.º A pendência da oferta, entre duas e dez semanas, que a CMVM poderá prorrogar (183.º).
- 5.º A eventual revisão da oferta, até 10 dias antes do fim do prazo: no tocante à contrapartida e quanto à sua natureza ou montante; a nova contrapartida deve ser majorada em, pelo menos, 5% (184.º).
- 6.º Eventuais OPAs concorrentes, no condicionalismo do artigo 185.º.

No mais, têm aplicação as regras sobre ofertas públicas.

V.A pendência da OPA tem relevância em diversos domínios e, designadamente, no que tange a certas transações e aos deveres e poderes da sociedade visada.

Quanto às transações: a partir da publicação do anúncio preliminar e até ao apuramento do resultado da oferta, o oferente e as pessoas a ele ligadas nos termos do artigo 20.º não podem negociar, fora do mercado regulamentado em jogo, valores mobiliários cuja aquisição pretenda ou que ofereça em contrapartida, salvo com autorização da CMVM e parecer prévio da sociedade visada – 180.º/1, a)<sup>90</sup>; além disso, devem avisar diariamente a CMVM sobre transações relativas a valores mobiliários emitidos pela sociedade visada – *idem*, b).

Por seu turno, a administração da sociedade visada deve, no prazo de 8 dias a contar da receção do projeto de anúncio de lançamento, enviar ao oferente e à CMVM e publicar um relatório sobre a oportunidade e as condições da oferta (181.º/1). Ver-se-á, nessa ocasião, se a OPA é amigável ou hostil.

Além disso, o órgão de administração da sociedade visada, deve, desde a publicação do anúncio preliminar e até ao apuramento do resultado da oferta (181.º/5):

- a) Informar diariamente a CMVM acerca das transações realizadas pelos seus titulares sobre valores mobiliários emitidos pela sociedade visada ou por pessoas que com esta estejam em alguma das situações previstas do n.º 1 do artigo 20.º;
- b) Prestar todas as informações que lhe venham a ser solicitadas pela CMVM no âmbito das suas funções de supervisão;

<sup>90</sup> O parecer em causa não é vinculativo: a decisão pertence, pois, à CMVM.

- c) Informar os representantes dos seus trabalhadores ou, na sua falta, os trabalhadores, sobre o conteúdo dos documentos da oferta e do relatório por si elaborado, assi que estes sejam tornados públicos;
- d) Agir de boa-fé, designadamente quanto à correção da informação e quanto à lealdade do comportamento.

VI. Desde o momento em que tome conhecimento da decisão de lançamento da OPA que incida sobre mais de 1/3 dos valores mobiliários da respetiva categoria e até ao apuramento do resultado ou à cessação do processo, ocorre uma denominada “limitação dos poderes da sociedade visada”. Mais precisamente (182.º/1), o seu órgão de administração deve abster-se de

(...) atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente.

O n.º 2 especifica:

Para efeitos do número anterior:

- a) Equipara-se ao conhecimento do lançamento da oferta a receção pela sociedade visada do anúncio preliminar;
  - b) Consideram-se alterações relevantes da situação patrimonial da sociedade visada, nomeadamente, a emissão de ações ou de outros valores mobiliários que confirmem direito à sua subscrição ou aquisição e a celebração de contratos que visem a alienação de parcelas importantes do ativo social;
- (...)

As limitações atingem, quanto a medidas inovatórias e próprias, o conselho de administração. Com efeito, segundo o n.º 3 do artigo 182.º:

Excetua-se do disposto nos números anteriores:

- a) Os atos que resultem do cumprimento de obrigações assumidas antes do conhecimento do lançamento da oferta;
- b) Os atos autorizados por deliberação de assembleia geral convocada exclusivamente para o efeito durante o período mencionado no n.º 1.

Na pendência de OPA, o legislador pretende, fundamentalmente, o funcionamento do mercado. Além disso, visa obstar a que o mecanismo das OPAs dê azo à mera destruição de riqueza. A situação de *capitis deminutio* da sociedade visada também não é conveniente. Tudo isto deve ser balanceado

### III – Direito dos grupos de sociedades

#### 11. *Aspetos europeus*

I. O Direito dos grupos de sociedades tem, na ordem jurídica portuguesa, um desenvolvimento surpreendente<sup>91</sup>. Essa situação explica-se, como foi adiantado, pelo acolhimento dado, no Código das Sociedades Comerciais de 1986, ao projeto de 9.ª Diretriz, sobre grupos de sociedades. Esse projeto nunca chegaria a ser aprovado: mas deu corpo aos preceitos vigentes, sobre esta matéria. Impõe-se, assim, um breve desvio por essa área europeia.

II. Um primeiro anteprojeto de 9.ª Diretriz, relativo a grupos de sociedades, foi aprontado em 1974<sup>92</sup> (a parte I), logo seguido da parte II, em 1975<sup>93</sup>. Pretendia-se uma regulação mínima comum relativa a grupos de sociedades: tornada necessária pela diversidade das regras nacionais<sup>94</sup>. Efetivamente, assistia-se a uma multiplicação de grupos de sociedades, por vezes com fronteiras mal definidas. Haveria que providenciar no sentido da tutela dos acionistas, dos credores e dos trabalhadores das sociedades afiliadas.

Esse projeto derivava, por seu turno, de um primeiro texto apresentado pelo Prof. Sanders, em 1966 e relativo à sociedade europeia<sup>95</sup>. A conceção básica de grupo de sociedades, aí adotada, decorria da chamada teoria orgânica ou dos grupos de facto: haveria grupo sempre que ocorresse uma direção unitária. E surgindo esta, justificar-se-ia a proteção, sendo indiferentes a juridicidade ou a mera facticidade dos grupos.

Este projeto foi apresentado à discussão, não tendo obtido, sequer, o consenso mínimo para passar a proposta<sup>96</sup>. O texto era denso, complexo e muito protecionista<sup>97</sup>.

<sup>91</sup> Para outros elementos e indicações, *vide* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, no nosso *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2.ª ed. (2011), 1209 ss..

<sup>92</sup> REINHARD GOERDELER, *Überlegung zum europäischen Konzernrecht*, ZGR 1973, 389-409 (389).

<sup>93</sup> O texto consta de MARCUS LUTTER, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 2.ª ed. (1984), 187-225.

<sup>94</sup> GÜNTER CHRISTIAN SCHWARZ, *Europäisches Gesellschaftsrecht* cit., 535.

<sup>95</sup> Quanto a estes elementos históricos, *vide* MARCUS LUTTER, *Stand und Entwicklung des Konzernrechts in Europa*, ZGR 1987, 324-369 (324 ss.): o projecto de SANDERS continha regras sobre grupos de sociedades, inspirados no (então) jovem Direito alemão.

<sup>96</sup> Quanto às críticas e ao ambiente que as rodeou: JEAN NICOLAS DRUEY, *Das deutsche Konzernrecht aus der Sicht des übrigen Europa*, em MARCUS LUTTER (publ.), *Konzernrecht im Ausland* (1994), 310-368 (341 ss.); aí, a nota 175, transcrevem-se algumas observações dos representantes britânicos, que vale a pena reter: (...) *the German Aktiengesetz which some day might be forced upon*



Perante esse fracasso, a Comissão retomou o processo vindo a surgir, em 1984, um novo Projeto de 9.<sup>a</sup> Diretriz. Este Projeto distanciou-se da conceção orgânica, de 1974. Ligando-se à sistematização alemã, ele veio distinguir os grupos de facto ou relações de dependência e os grupos contratuais. Segundo a Comissão, o Projeto em causa representaria apenas um primeiro passo: os Estados-membros poderiam tomar outras medidas, enquanto a própria Comissão, atenta, prepararia as iniciativas que se viessem a mostrar necessárias. E esse primeiro passo justificar-se-ia, sempre segundo a Comissão<sup>98</sup>,

Porque nas ordens jurídicas da maioria dos Estados-membros não se contém, ainda, regras sobre os grupos de sociedades (...)

Justamente: o Direito dos grupos de sociedades é um fenómeno tipicamente alemão. Dá, aí, origem a um ramo especializado – o *Konzernrecht* – com os seus cultores e publicações próprias<sup>99</sup>. O projeto de 9.<sup>a</sup> Diretriz, tal como surge, é pouco motivador para juristas sem formação alemã<sup>100</sup>. Os britânicos vieram, por exemplo, censurar o projeto por regular o contrato de subordinação, sem significado no Reino Unido<sup>101</sup>.

III. O Projeto de 9.<sup>a</sup> Diretriz acabou por ser tomado como uma tentativa de receção – ou de transposição – do *Konzernrecht* alemão no espaço da Comunidade<sup>102</sup>. Chegou a falar-se em *Konzernrechts-Aversionen*<sup>103</sup> ou aversões pela

*us e*, a propósito da 9.<sup>a</sup> Diretriz, (...) *one of the least acceptable draft Company Law proposals to surface ever.*

<sup>97</sup> A análise do seu conteúdo consta de SCHWARZ, *Europäisches Gesellschaftsrecht* cit., 537-542 e, entre nós, por partes, de RAÚL VENTURA, *Grupos de sociedades/Uma introdução comparativa a propósito de um Projecto Preliminar de Directiva da CEE*, ROA 1981, 23-81 e 306-362.

<sup>98</sup> Vide o preâmbulo do projecto em LUTTER, *Europäisches Unternehmensrecht*, 3.<sup>a</sup> ed. cit., 280.

<sup>99</sup> Com indicações, VOLKER EMMERICH/JÜRGEN SONNENSCHNEIN, *Konzernrecht*, 6.<sup>a</sup> ed. (1997), podendo (3 ss.), confrontar-se a evolução histórica do sector.

<sup>100</sup> GALVALDA/PARLEANI, *Droit des affaires de l'Union européenne*, 4.<sup>a</sup> ed. (2002), 165, n.º 229, dedicam, ao tema, quatro linhas, sem qualquer citação nem indicação de fontes e que passamos a transcrever (em português):

*Projecto de nona directriz sobre os grupos de sociedades.* A dificuldade técnica do assunto e as suas múltiplas implicações sobre as legislações nacionais explicam que a Comissão não tenha ainda podido apresentar qualquer proposta sobre este assunto tão importante.

<sup>101</sup> Cf. DRUEY, *Das deutsche Konzernrecht* cit., 341-342.

<sup>102</sup> SCHWARZ, *Europäisches Gesellschaftsrecht* cit., 536.

<sup>103</sup> PETER HOMMELHOFF, *Konzernrecht für den Europäischen Binnenmarkt*, em LUTTER, *Konzernrecht im Ausland* (1994), 55-75 (68 ss.), sublinhando – 72-73 – o problema psicológico da importação do Direito alemão.

codificação do Direito dos grupos de sociedades, ao estilo alemão. Incompreendida foi, também, a inserção de matéria atinente à proteção dos trabalhadores, considerada de natureza laboral. Curiosamente, outra doutrina julga o projeto “pouco alargado”<sup>104</sup>. Ele acabaria, assim, por não ter sequência. Os estudiosos subsequentes afirmam mesmo que, na sua forma atual, ele não tem hipóteses de se realizar<sup>105</sup>.

IV. Apesar de abandonado na Europa, o projeto foi retomado em Portugal. Vamos, por isso, recordar o seu sistema interno.

O Projeto de 9.<sup>a</sup> Diretriz, de 1984, relativo a grupos de sociedades, abarca 46 artigos, por vezes extensos<sup>106</sup>. Agrupa-os do modo seguinte:

- 1.<sup>a</sup> Secção – Âmbito de aplicação (1.º);
- 2.<sup>a</sup> Secção – Definições de conceitos (2.º e 2.ºa);
- 3.<sup>a</sup> Secção – Comunicação e publicitação da participação (3.º a 5.º);
- 4.<sup>a</sup> Secção – Tutela da sociedade que esteja sob influência de outra (6.º a 12.º);
- 5.<sup>a</sup> Secção – O contrato de subordinação para a constituição de um grupo dominado (13.º a 32.º);
- 6.<sup>a</sup> Secção – A declaração unilateral para a constituição de um grupo dominado (33.º a 37.ºa);
- 7.<sup>a</sup> Secção – Outros modos de constituir um grupo subordinado (38.º);
- 8.<sup>a</sup> Secção – Proteção especial do acionista livre (39.º);
- 9.<sup>a</sup> Secção – Contrato para a constituição de um grupo igualitário (40.º e 41.º);
- 10.<sup>a</sup> Secção – Preceitos transitórios e finais (42.º a 46.º).

O ponto de partida para a aplicação do regime dos grupos é dada pela presença de participações qualificadas, previstas na secção 3.<sup>a</sup>, com os preceitos seguintes:

- Artigo 3.º (Comunicação à sociedade);
- Artigo 4.º (Suspensão de direitos);
- Artigo 5.º (Publicitação).

<sup>104</sup> MENJUCQ, *Droit international et européen des sociétés* cit., 267.

<sup>105</sup> GRUNDMANN, *Europäisches Gesellschaftsrecht* cit., 519-520.

<sup>106</sup> Quanto ao conteúdo do Projecto, KARL-HEINZ MAUL, *Der Abhängigkeitsbericht im künftigen Konzernrecht/Ein Vergleich zwischen der Regelung des Vorentwurfs zur 9. EG-Richtlinie und der des geltenden Aktienrechts*, DB 1985, 1749-1752 (1749) e PETER HOMMELHOFF, *Zum revidierten Vorschlag für eine EG-Konzernrichtlinie*, FS Fleck (1988), 125-150.

A ideia central é a de fazer comunicar à sociedade<sup>107</sup> e, depois, mandar publicitar as participações em causa, sob pena de os acionistas implicados não poderem exercer os respetivos direitos.

V. Posto isto, a Diretriz vai distinguir entre:

- grupos de facto;
- grupos derivados de uma relação específica a tanto destinada.

Os “grupos de facto” surgem na 4.<sup>a</sup> Secção, com o teor seguinte:

- Artigo 6.º (Delimitação);
- Artigo 7.º (Relatório especial);
- Artigo 8.º (Revisor especial);
- Artigo 9.º (Controlo de facto);
- Artigo 10.º (Legitimidade);
- Artigo 11.º (Outras medidas de proteção);
- Artigo 12.º (Prazo).

Como resulta do artigo 6.º, estes preceitos não se aplicam quando exista um contrato de subordinação, uma declaração unilateral de grupo ou outra fórmula jurídica de lá se chegar: basta uma dominação, de modo que se possa falar em “afiliada”, nos termos do artigo 2.º/1. Fundamentalmente, prevê-se:

- um relatório especial da direção;
- eventualmente: uma revisão determinada pelo tribunal;
- a responsabilidade por danos causados, mercê da influência da sociedade dominante.

Seguem-se os grupos assentes em relações jurídicas a tanto destinadas: contrato de subordinação, declaração unilateral de domínio e outras, na disponibilidade dos Estados-membros. O grande modelo é constituído pelo contrato de subordinação, versado na secção 5.<sup>a</sup>, com pormenor: Assim, ele abrange:

- Artigo 13.º (Contrato de subordinação);
- Artigo 14.º (Opções dos acionistas livres);
- Artigo 15.º (Aquisições potestativas);
- Artigo 16.º (Compensação anual);
- Artigo 17.º (Relatório dos peritos);

<sup>107</sup> KARL-HEINZ MAUL, *Mitteilungspflichten über qualifizierte Beteiligungsverhältnisse/Geltende Rechtslage und Regelung im Vorentwurf der 9. EG-Richtlinie zum Gesellschaftsrecht*, BB 1985, 897-900.

- Artigo 18.º Relatório da direção);
- Artigo 19.º (Aprovação pelo conselho de vigilância e pela assembleia geral);
- Artigo 20.º (Publicitação);
- Artigo 21.º (Regras aplicáveis à outra parte);
- Artigo 22.º (Verificação judicial);
- Artigo 23.º (Venda potestativa);
- Artigo 24.º (Subordinação);
- Artigo 25.º (Dever de diligência);
- Artigo 26.º (Responsabilidade);
- Artigo 27.º (Exoneração de responsabilidade dos membros da direção);
- Artigo 28.º (Prestação de contas);
- Artigo 29.º (Responsabilidade pelas dívidas da sociedade);
- Artigo 30.º (Compensação subsequente ao termo do contrato);
- Artigo 31.º (Modificação do contrato);
- Artigo 32.º (Cessação do contrato).

Perante um contrato de subordinação, as saídas legais seriam, em síntese:

- ou os acionistas livres vendem as suas ações por um preço adequado;
- ou são compensados da eventual perda de lucros correspondentes às suas ações;
- sendo a sociedade dominante responsável pelos danos que cause;
- e podendo a mesma responder pelas dívidas da sociedade dominada.

O grande óbice reside em determinar os valores ajustados para as operações a levar a cabo. Não havendo acordo, prevê-se toda uma cascata de relatórios e revisões. Assegura-se, naturalmente, a publicidade de todas as situações a que se chegue.

VI. Um grupo subordinado pode-se, ainda, constituir por via de uma declaração unilateral da sociedade que detenha 90% ou mais das sociedades de outra. Se não fizer essa declaração, será um “grupo de facto”, que cairá sob os artigos 6.º a 12.º. Fazendo-a, segue-se um regime muito semelhante ao do contrato de subordinação. Temos, assim, na secção 6.<sup>a</sup>:

- Artigo 33.º (Declaração unilateral);
- Artigo 34.º (Disposições aplicáveis à aquisição das ações dos acionistas livres);
- Artigo 35.º (Outras disposições aplicáveis);
- Artigo 36.º (Passagem do contrato de subordinação à declaração unilateral de grupo);
- Artigo 37.º (Termo do grupo);
- Artigo 37.ºa (Possibilidade de exclusão).

Este último preceito permite excluir a participação de todo este regime às sociedades em que exista um regime de participação dos trabalhadores: uma típica exigência alemã.

Nas secções subsequentes, o Projeto de 9.<sup>a</sup> Diretriz prevê a possibilidade de os Estados-membros consignarem outras formas de constituição de grupos subordinados (38.<sup>o</sup>), a proteção do acionista livre, permitindo-lhe proceder à venda potestativa das suas ações, quando uma empresa detenha 90% ou mais do capital social da sociedade (39.<sup>o</sup>) e o contrato relativo à constituição de um grupo paritário (40.<sup>o</sup>).

## 12. *A influência em Portugal*

I. Antes de 1986, os estudos existentes sobre grupos de sociedades, entre nós, devem-se a Raúl Ventura<sup>108</sup>, com relevo para o escrito *Grupos de sociedades/ Uma introdução comparativa a propósito de um Projecto Preliminar de Directiva da C.E.E.*, publicado em 1981<sup>109</sup>. Trata-se, como o seu Autor explica, de um mero trabalho descritivo de Direito comparado<sup>110</sup>. Raúl Ventura examina o sistema alemão<sup>111</sup> e o projeto de sociedade europeia, na versão de 1975<sup>112</sup>, relatando a influência que os mesmos tiveram na proposta de Cousté<sup>113</sup>. Aliás, o projeto de sociedade europeia de 1975 já denotava uma influência alemã decisiva, pelo que tudo desaguava na experiência alemã. Posto isto, passa a estudar o Projeto de 9.<sup>a</sup> Diretriz, na versão de 1974<sup>114</sup>. Este projeto é retomado, a propósito de diversos problemas envolvidos<sup>115</sup>.

<sup>108</sup> Assim, todos de RAÚL VENTURA: *Participações recíprocas de sociedades em sociedades*, SI XXVII (1978), 359-420, *Participações dominantes: alguns aspectos do domínio de sociedades por sociedades*, ROA 1979, 5-62 e 241-291, *Participações unilaterais de sociedades em sociedades e sociedades gestoras de participações noutras sociedades*, SI 1980, 19-101 e *O contrato de subordinação*, em *Novos estudos sobre sociedades anónimas e sociedades em nome colectivo* (1994), 89-127, este último já à luz do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>109</sup> ROA 1981, 23-81 e 305-362.

<sup>110</sup> RAÚL VENTURA, *Grupos de sociedades* cit., 25 ss..

<sup>111</sup> RAÚL VENTURA, *Grupos de sociedades* cit., 38 ss..

<sup>112</sup> RAÚL VENTURA, *Grupos de sociedades* cit., 41 ss..

<sup>113</sup> Ou proposta francesa, apresentada pelo deputado COUSTÉ, que conheceu uma evolução, acabando por nunca passar a Lei; ela data de 1978; cf. as indicações de ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos de sociedades*, 2.<sup>a</sup> ed. cit., 273, nota 556.

<sup>114</sup> RAÚL VENTURA, *Grupos de sociedades* cit., 46 ss..

<sup>115</sup> RAÚL VENTURA, *Grupos de sociedades* cit., 55, 78 ss., 310 ss., 327 ss., 331 ss., 333 ss., 337 ss., 344 ss. e 352 ss.: um levantamento não exaustivo.

II. Aquando da apresentação do projeto de Código das Sociedades Comerciais, em 1983<sup>116</sup>, a matéria relativa aos grupos de sociedades já estava, praticamente, articulada<sup>117</sup>. Trata-se, pela conceção geral, pela linguagem e pela generalidade das soluções, de um regime de clara inspiração alemã, em cuja receção o Projeto de 9.<sup>a</sup> Diretriz e os elementos apurados por Raúl Ventura – que terá sido, precisamente, o Autor material do articulado exarado no Código e relativo aos grupos – tiveram preponderância<sup>118</sup>.

Não se torna, hoje, possível estudar o Direito português dos grupos sem remontar ao Direito alemão e ao projeto, quase ignoto, de 9.<sup>a</sup> Diretriz das sociedades.

### 13. O Código das Sociedades Comerciais

I. Na sequência do referido processo, vamos passar ao Código das Sociedades Comerciais. Ele reparte-se por quatro capítulos, neste ponto:

*Capítulo I* – Disposições gerais – 481.º e 482.º;

*Capítulo II* – Sociedades em relação de simples participação, de participações recíprocas e de domínio – 483.º a 487.º;

*Capítulo III* – Sociedades em relação de grupo – 488.º a 508.º;

*Capítulo IV* – Apreciação anual da situação de sociedades obrigadas à consolidação de contas – 508.º-A a 508.º-D.

No tocante a disposições gerais, o Capítulo I começa, no artigo 481.º, por definir o âmbito desse título. Ele aplica-se – n.º 1:

(...) a relações que entre si estabeleçam sociedades por quotas, sociedades anónimas e sociedades em comandita por ações.

O n.º 2 fixava, ainda, um âmbito de aplicação geográfica. Hoje, porém, opera apenas no tocante a sociedades por quotas, uma vez que a matéria relativa a sociedades anónimas consta dos artigos 325.º-A e 325.º-B, introduzidos pelo Decreto-Lei n.º 328/95, de 9 de Dezembro.

<sup>116</sup> *Código das Sociedades (Projecto)*, BMJ 327 (1983), 43-339.

<sup>117</sup> Artigos 472.º a 499.º; cf. BMJ 327, 316-330.

<sup>118</sup> Assim: LUÍS BRITO CORREIA, *Grupos de sociedades*, em *Novas perspectivas do Direito comercial*, org. FDL/CEJ (1988), 377-399 (381) e JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos de sociedades/Estrutura e organização jurídica de empresa plurissocietária* (1993), com 2.<sup>a</sup> ed. (2002), 272-273.

O artigo 482.º surge como uma típica norma de enquadramento. Ele considera sociedades coligadas:

- a) As sociedades em relação de simples participação;
- b) As sociedades em relação de participação recíproca;
- c) As sociedades em relação de domínio;
- d) As sociedades em relação de grupo.

Podemos usar “grupos de sociedades” em sentido amplo, de modo a abranger as sociedades “coligadas” de que fala o Título VI do Código das Sociedades Comerciais. A “relação de grupo” será, então, um “grupo” em sentido estrito.

II. O Capítulo II do Título VI versa as sociedades em relação de simples participação, de participações recíprocas e de domínio.

Eis o seu teor geral, com base nas epígrafes oficiais do preceito:

*artigo 483.º* – Sociedades em relação de simples participação;

*artigo 484.º* – Dever de comunicação;

*artigo 485.º* – Sociedades em relação de participações recíprocas;

*artigo 486.º* – Sociedades em relação de domínio;

*artigo 487.º* – Proibição de aquisição de participações.

A *simples participação* ocorre quando uma das sociedades seja titular de quotas ou ações de outra em montante igual ou superior a 10% do capital desta mas, entre ambas, não haja nem relação de participações recíprocas, nem relação de domínio, nem relação de grupo.

Fundamentalmente, a simples participação dá azo ao dever de comunicação, previsto no artigo 484.º/1: o de comunicar

(...) por escrito, à outra sociedade, todas as aquisições e alienações de quotas ou ações desta que tenha efetuado (...) e enquanto o montante da participação não se tornar inferior àquele que determinar essa relação.

As *participações recíprocas* tornam-se relevantes a partir do momento em que ambas atinjam 10% do capital da participada – artigo 485.º/1. Como se vê, temos aqui um *plus* em relação à simples participação. Dispõe o n.º 2 do mesmo artigo 485.º:

A sociedade que mais tardiamente tenha efetuado a comunicação exigida pelo artigo 484.º, n.º 1, donde resulte o conhecimento do montante da participação referido no número anterior, não pode adquirir novas quotas ou ações na outra sociedade.

A inobservância desta regra dá azo às inibições prescritas no n.º 3.

A *relação de domínio* ocorre quando determinada sociedade possa exercer, sobre outra, uma influência dominante – artigo 486.º/1. Aparentemente, temos aqui um conceito indeterminado: o n.º 2 precisa-o, em termos que, abaixo, serão ponderados.

A aquisição de ações da sociedade dominante pela dependente obedece às regras específicas dos artigos 325.º-A e 325.º-B do Código das Sociedades Comerciais, aditados pelo Decreto-Lei n.º 328/95, de 9 de Dezembro. Implicitamente revogado, o artigo 487.º aplica-se, apenas, às sociedades por quotas.

III. A matéria das sociedades coligadas suscitou algum interesse doutrinário.

Como ponto de partida, com especial relevo interpretativo e aplicativo, parece-nos importante sublinhar que as noções legais devem ser devidamente delimitadas. Na verdade, o diagnóstico da presença de grupos de sociedades e, dentro deles, de relações de participação simples, de participações recíprocas, de domínio ou de grupo *stricto sensu*, implica o funcionamento de regimes complexos e envolventes. Todo o sistema ficaria em grave crise quando houvesse dúvidas quanto à existência ou à natureza de qualquer grupo.

No tocante à relação de domínio, dispõe o artigo 486.º do Código das Sociedades Comerciais:

1. Considera-se que duas sociedades estão em relação de domínio quando uma delas, dita dominante, pode exercer, diretamente ou por sociedades ou pessoas que preencham os requisitos indicados no artigo 383.º, n.º 2, sobre a outra, dita dependente, uma influência dominante.

A “influência dominante” é um conceito indeterminado. Por isso, o n.º 2 do citado artigo 486.º, veio precisar:

Presume-se que uma sociedade é dependente de outra se esta direta ou indiretamente:

- a) Detém uma participação maioritária no capital;
- b) Dispõe de mais de metade dos votos;
- c) Tem a possibilidade de designar mais de metade dos membros do órgão de administração ou do órgão de fiscalização.

Como se vê, estamos perante critérios objetivos, precisos e extremamente claros, no seu funcionamento.

Tem ainda interesse considerar o dispositivo do artigo 483.º/2 do Código das Sociedades Comerciais. Para ele remete, como vimos, o artigo 486.º/1, com vista a determinar a relação de domínio.



Dispõe o n.º 2 em causa:

A titularidade de quotas ou ações, por uma sociedade equipara-se, para efeito do montante referido no número anterior, a titularidade de quotas ou de ações por uma outra sociedade que dela seja dependente, direta ou indiretamente, ou com ela esteja em relação de grupo, e de ações de que uma pessoa seja titular por conta de qualquer dessas sociedades.

Figuram-se, aqui, três situações:

- *titularidade de ações de outra sociedade, que dela seja dependente, direta ou indiretamente*: temos uma remissão para o artigo 486.º que define, com precisão, a relação de domínio, donde deriva uma sociedade dominante e outra, *dependente*;
- *ou com ela esteja em relação de grupo*: desta feita, tem-se em vista o grupo *stricto sensu*, tratado nos artigos 488.º e seguintes e que abrange três hipóteses: (a) do domínio total – artigos 488.º ss.; (b) contrato de grupo paritário – artigos 492.º ss.; (c) contrato de subordinação;
- *ações de que uma pessoa seja titular por conta de qualquer outra dessas sociedades*: trata-se de situações comuns de interposição de pessoas, de mandato sem representação ou de gestão de negócios.

Em qualquer destes casos, a lei entendeu que tudo se poderia passar como se a entidade “principal” fosse a titular efetiva. Donde a equiparação de regimes, que vem prescrita.

IV. A relação de grupo ou grupo *stricto sensu* ocupa todo o Capítulo III do Título VI. É o mais extenso, repartindo-se por 3 secções:

*Secção I – Grupos constituídos por domínio total*

*artigo 488.º – Domínio total inicial;*

*artigo 489.º – Domínio total superveniente;*

*artigo 490.º – Aquisições tendentes ao domínio total;*

*artigo 491.º – Remissão;*

*Secção II – Contrato de grupo paritário*

*artigo 492.º – Regime do contrato;*

*Secção III – Contrato de subordinação*

*artigo 493.º – Noção;*

*artigo 494.º – Obrigações essenciais de sociedade diretora;*

*artigo 495.º – Projeto de contrato de subordinação;*

*artigo 496.º – Remissão;*

*artigo 497.º – Posição dos sócios livres;*

- artigo 498.º* – Celebração e registo do contrato;
- artigo 499.º* – Direitos dos sócios livres;
- artigo 500.º* – Garantia de lucros;
- artigo 501.º* – Responsabilidade para com os credores da sociedade subordinada;
- artigo 502.º* – Responsabilidade por perdas da sociedade subordinada;
- artigo 503.º* – Direito de dar instruções;
- artigo 504.º* – Deveres e responsabilidades;
- artigo 505.º* – Modificação do contrato;
- artigo 506.º* – Termo do contrato;
- artigo 507.º* – Aquisição do domínio total;
- artigo 508.º* – Convenção de atribuição de lucros.

O *domínio total* pode ser inicial: uma sociedade, mediante escritura por ela outorgada, constitui uma sociedade anónima de cujas ações ela seja inicialmente a única titular – artigo 488.º/1: surge a relação de grupo.

Mas pode, também, ser superveniente: nessa altura, a relação de grupo ocorre, apenas, quando a sociedade dominante não opte pela dissolução da dependente ou pela alienação das suas quotas ou ações – artigo 489.º/3.

O grupo paritário pressupõe um contrato pelo qual duas sociedades independentes se submetam a uma direção unitária e comum – 492.º/1.

A subordinação implica um contrato com esse nome: artigo 493.º/1. Por ele, uma sociedade subordina a gestão da sua própria atividade à direção da outra, sua dominante ou não – 493.º/1. O Código dimana, depois, toda uma regulação tendente a tutelar os sócios livres.

#### 14. *A imputação unitária de votos*

I. A situação de grupo de sociedades tem as diversas consequências resultantes do Código das Sociedades Comerciais. Mas dela decorrem, ainda, diversos e significativos efeitos, no plano mobiliário. À partida, afigura-se claro que os vectores da atonicidade, da transparência e da informação, essenciais para o funcionamento de qualquer mercado, ficarão em crise quando se verifique que, por uma ou por outra via, entidades formalmente distintas atuam de modo intrinsecamente concertado<sup>119</sup>.

<sup>119</sup> Com diversas indicações: HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e imputação dos direitos de voto* (2011), 57 ss.. Elementos dogmáticos e comparatísticos constam de ANDREAS LOHDEFINK, *Acting in Concert und Kontrolle im Übernahmerecht* (2007), XX + 471 pp., 35 ss. (*City Code*), 49 ss. (França), 55 ss. (Áustria), 69 ss. (Itália) e 111 ss. (*WpÜG*).

II. O Direito mobiliário é dominado por escopos substancialistas: o legislador visa defender e regular um mercado que, deixado a si próprio, tenderia a soçobrar na especulação e no desrespeito pelos mais fracos. Por isso, as suas normas devem ser interpretadas e aplicadas de modo a prosseguir com eficiência esses fins últimos.

Todavia, o mercado mobiliário é ainda dominado por exigências imperativas de segurança e de previsibilidade. As regras mobiliárias, desde as diretrizes às mais diversas leis nacionais, comportam, por isso, uma vertente formal: prescrevem condutas ritualizadas, que valem pela segurança que firmam e que transmitem.

No jogo articulado entre a substancialidade das situações e a segurança das normas rígidas, há que inserir preceitos como o artigo 20.º do CVM relativo à imputação de direitos de voto.

III. Damos por transcrito o aludido artigo 20.º do CVM. Do seu conteúdo, ressalta agora o disposto no seu número 1, alínea *b*): no cômputo das participações qualificadas, considera-se, além das inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto detidos por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo. Nas mesmas condições ficam os votos detidos pelos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, se o participante for a sociedade a que eles pertençam, segundo a alínea *d*) do mesmo preceito.

O artigo 21.º do CVM vem definir relações de domínio e de grupo. Nos seguintes e sintéticos termos:

- a relação de domínio ocorre sempre que uma sociedade possa exercer sobre outra, direta ou indiretamente, uma influência dominante (21.º/1);
- em qualquer caso tal relação existe quando uma pessoa, singular ou coletiva: (a) disponha da maioria dos direitos de voto; (b) para exercer essa maioria, nos termos de acordo parassocial; (c) possa nomear ou destituir a maioria dos titulares dos órgãos de administração ou de fiscalização (21.º/2);
- a relação de grupo, por seu turno, ocorre quando assim seja definido pelo Código das Sociedades Comerciais, em preceitos acima analisados (21.º/3).

IV. A necessidade de equiparar, a um controlo direto, o indireto, para efeitos mobiliários, é universalmente reconhecida<sup>120</sup>. O artigo 20.º/1, do CVM,

<sup>120</sup> Abaixo confirmaremos este ponto, precisamente a propósito das OPAs obrigatórias.

abrange uma série de termos, que suportam uma análise alargada<sup>121</sup>. Para os presentes efeitos, diremos simplesmente que os dispositivos em presença visam, com a segurança requerida pelos mercados, prosseguir o objetivo material de tratar, por igual, as situações de agrupamento, independentemente da forma que revistam.

A cuidadosa evolução, quer do Direito dos grupos de sociedades, quer do Direito mobiliário, a isso conduzem.

Fora de eventuais exceções que a lei comporte, não vemos margem interpretativa para dispensar a aplicação das inerentes normas. Como vimos, há que lidar com as frentes da materialidade e da segurança. Tudo se desvaneceria quando, a propósito de situações concretas, se pudesse admitir uma discussão quanto à relevância, para efeitos mobiliários, de um grupo de sociedades ou de uma situação de domínio, alcançada por qualquer outra via.

#### IV – As ofertas obrigatórias

##### 15. *Origem e justificação*

I. A oferta pública de aquisição é, em princípio, facultativa. Ela dá corpo a um ato de evidente autonomia privada. Compete, por isso, ao interessado, ponderadas as vantagens e as desvantagens, recorrer a esse mecanismo, previsto nas leis mobiliárias.

Em certos casos, todavia, prevê-se a obrigatoriedade de lançar uma OPA. Trata-se de uma solução advinda do *City Code* e que se veio alargar aos diversos países da Europa ocidental<sup>122</sup>. Este ponto foi, porventura, o que maiores dis-

<sup>121</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e imputação dos direitos de voto* cit., 391 ss., Cabe ainda referir PAULA COSTA E SILVA, *A imputação de direitos de voto na OPA*, em MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO (org.), *Jornadas/Sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira* (2007), 243-282 e VITOR PEREIRA NEVES, *A natureza transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto no CVM*, em *Estudos comemorativos dos 10 anos da FDUNL II* (2008), 507-541.

<sup>122</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.<sup>a</sup> ed. cit., 611 ss.; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória* cit., 177 ss.. Com um especial relevo comparatístico: SEBASTIAN ELSNER, *Das Recht der Übernahmeangebot im Vereinigten Königreich und der Bundesrepublik Deutschland/Eine rechtsvergleichende Analyse* (2006), 359 pp., 45 ss., quanto ao *City Code*, NICO SCAMUFFA, *Öffentliche Übernahmeangebot/Eine rechtsvergleichende Untersuchung des deutschen und italienischen Übernahmerechts vor dem Hintergrund der Europäischen Übernahmerrichtlinie* (2009), XXIV + 396 pp., 23 ss., quanto à evolução do Direito das OPAs em Itália e EVA BILEK, *Konkurrierende Übernahmeangebot* (2011), XXXIX + 203 pp., 38, quanto ao Direito suíço. Elementos históricos

cussões originou, em torno da preparação da Diretriz n.º 2004/25, de 21 de Abril, sobre OPAs e da sua transposição para as leis nacionais<sup>123</sup>.

A ideia básica é a seguinte: quem detenha o controlo de uma sociedade aberta ou, pelo menos, quem atinja uma certa percentagem do capital social fica obrigado, *ex lege*, a lançar uma OPA sobre as restantes ações.

II. A doutrina que debateu a bondade política dessa solução, salientou diversas justificações para uma saída desse tipo. Surgem referidas:

- a necessidade de evitar fraudes à lei<sup>124</sup>;
- a prevenção de aquisições parciais especulativas<sup>125</sup>;
- a proteção das minorias<sup>126</sup>;
- a defesa do mercado de capitais<sup>127</sup>.

Podemos considerar que, de acordo com a lógica do instituto e a doutrina largamente dominante, o objetivo primordial é, de facto, o da proteção das minorias ou, se se preferir e pelo prisma do mercado, dos investidores<sup>128</sup>.

sobre o *City Code* podem ainda ser confrontados em JENS NYENHUIS, *Bedingte Übernahmeangebot* cit., 47 ss.. Finalmente, quanto ao Direito vigente no Reino Unido: BRENDA HANNIGAN, *Company Law*, 2.ª ed. (2009), 761 ss..

<sup>123</sup> Cumpre, desde já, citar três relevantes monografias sobre o tema: SASCHA HEINZ-JOSEF BESAU, *Das Pflichtangebot nach §§ 35 ff WpÜG als Rechtsfolge von Verschmelzungen und Spaltungen* (2006), XXIX + 296 pp. (11 ss.), HENDRIK THIES, *Pflichtangebot nach Umwandlungen/Zur Verhältnis von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht* (2006), 292 pp. (37 ss.) e FRANK EGGERS, *Das Pflichtangebot im Spannungsfeld zwischen Kapitalmarkt- und Konzernrecht* (2008), XXI + 330 pp., 56 ss., pelo prisma dos grupos de sociedades. Diversos elementos podem ser confrontados em KAI HASSELBACH, *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2.ª ed. cit., § 35 (1261 ss.) e na monografia, mais antiga e já citada HARTMUT KRAUSE, *Das obligatorische Übernahmeangebot* cit., 166 ss., quanto a uma ponderação perante o Direito alemão.

<sup>124</sup> THEODOR BAUMS, *Übernahmeregeln in der Europäischen Gemeinschaft* cit., 1375/II.

<sup>125</sup> PETER HOMMELHOFF/DETLEF KLEINDICK, *Takeover Richtlinie* cit., 107/II; THEODOR BAUMS, *Übernahmeregeln* cit., 1378/II.

<sup>126</sup> KLAUS J. HOPT, *Europäisches und deutsches Übernahmerecht* cit., 384 ss.; HARALD KALLMEYER, *Die Mängel des Übernahmekodex* cit., 436 ss.; EIKE HOUBEN, *Die Gestaltung des Pflichtangebots unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes und der effizienten Allokation der Unternehmenskontrolle*, WM 2000, 1873-1883 (1876/I); BENJAMIN BERDING, *Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Grundsätze in Übernahmerecht*, WM 2002, 1149-1158 (1157/I); ROLAND STEINMEYER, em STEINMEYER/HÄGER, *WpÜG/Kommentar*, 2.ª ed. (2007), § 35, Nr. 7 (665).

<sup>127</sup> HENDRIK THIES, *Pflichtangebot nach Umwandlungen* cit., 38.

<sup>128</sup> Entre nós e por todos, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória* cit., 189.

III. Os valores mobiliários, designadamente as ações, representam riqueza a vários títulos: facultam o voto e, mais latamente, todas as vantagens participativas inerentes ao *status* de sócio e dão direito a um dividendo. Mas além disso, elas proporcionam (ou podem fazê-lo) o controlo de uma sociedade, com as vantagens diretas e indiretas que esse dado proporciona. Daí deriva que um hipotético bloco de ações, capazes de assegurar o controlo de uma sociedade, obtém, no próprio mercado, um sobrevalor, correspondente a um prémio.

Paralelamente, as ações minoritárias, desnecessárias para atribuir o controlo de uma sociedade, desvalorizam-se. Elas não conferem as vantagens indiretas, legítimas e, por vezes, muito substanciais, que derivam do controlo. Numa situação de mão-morta, elas são fortemente penalizadas pelo mercado, designadamente em situações de escassa liquidez.

O princípio do igual tratamento é posto em causa, com injustiça grave para os minoritários. Além disso, toda a lógica do mercado mobiliário vacila: no limite, ele restringir-se-ia a um “mercado de controlos”, com uma fuga generalizada de capitais.

IV. O Direito português, por influência do Prof. Raúl Ventura, foi dos que há mais tempo enfrentou o problema, prevendo OPAs obrigatórias. Elas constavam já da versão inicial do Código das Sociedades Comerciais, tendo sido aperfeiçoado no Código do Mercado de Valores Mobiliários, de 1991 e, depois, no Código dos Valores Mobiliários, ora em vigor.

A tramitação a que tais OPAs obrigatórias obedecem e o cálculo da sua contrapartida afiguram-se claros e estão largamente estudados<sup>129</sup>. Em termos de regime e de aprofundamento dogmático, chamamos a atenção para dois pontos:

- o dever de lançar uma OPA é uma obrigação efetiva, a cargo da pessoa que controle a sociedade-alvo, de natureza legal;
- na constituição desse dever, há que lidar com as regras sobre imputação de votos.

Pergunta-se, agora, qual a natureza da posição dos beneficiários de obrigação de lançar uma OPA, isto é, dos detentores minoritários de ações da sociedade-alvo. Parece claro que as valorações atinentes a essa posição têm um papel na fixação das consequências da eventual omissão do lançamento de OPA obrigatória.

<sup>129</sup> Por último, nas obras de PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed. cit., 611 ss. e HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e imputação dos direitos de voto* cit., 189 ss., onde podem ser confrontados escritos nacionais anteriores, incluindo os nossos.

## 16. O direito subjetivo ao lançamento da OPA

I. A hipótese da existência de um direito subjetivo ao lançamento de uma OPA seria a solução mais direta e óbvia: ele operaria como uma contraface do dever de a lançar. Todavia, ela não tem merecido inteiro apoio da jurisprudência alemã.

A questão pôs-se ao contrário: pode o titular de ações da sociedade-alvo pedir judicialmente que não seja aceite, pela BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*: a CMVM alemã), uma oferta pública de aquisição, por o seu preço ser inadequado? O Tribunal de Apelação de Frankfurt respondeu pela negativa, quer em instância cautelar<sup>130</sup>, quer na de fundo<sup>131</sup> (caso *Wella AG*). No essencial, os juízes entenderam que a interessada não tinha um direito subjetivo à atuação da BaFin, a qual se deveria pautar pelo interesse público.

II. De seguida, pôs-se a questão inversa: poderia um interessado, sócio minoritário, exigir judicialmente o lançamento de uma OPA, recusado pela BaFin? O Tribunal de Apelação de Frankfurt entendeu, nessa ocasião, pela negativa: o WpÜG não atribuiria essa possibilidade (caso *ProSieben AG*), seja cautelarmente<sup>132</sup>, seja quanto ao fundo<sup>133</sup>, explicitando (caso *Berliner Effekten-gesellschaft*) que não haveria um direito subjetivo público a tal OPA: esse direito deveria alicerçar-se num interesse legítimo (*berechtigtes Interesse*) e não, apenas, num interesse jurídico (*rechtliches Interesse*), numa distinção processualmente relevante<sup>134</sup>.

A posição deriva do § 4/2 do WpÜG, o qual coloca a BaFin exclusivamente ao serviço do interesse público.

III. A letra do § 4/2 vai ser retomada por alguma doutrina como fundamento para excluir uma tutela de terceiros, perante as regras a aplicar pela

<sup>130</sup> OLG Frankfurt 27-Mai.-2003, ZIP 2003, 1251-1254 = AG 2003, 515-516 = DB 2003, 1371-1373.

<sup>131</sup> OLG Frankfurt 4-Jul.-2003, ZIP 2003, 1392-1398 = AG 2003, 513-515 = NZG 2003, 1120-1124 = BKR 2003, 717-722.

<sup>132</sup> OLG Frankfurt 27-Mai.-2003, ZIP 2003, 1297-1300 (1299) = AG 2003, 516-517 (onde a data referida é a de 22-Mai.) = BKR 2003, 597-600 = DB 2003, 1373-1375, anot. CHRISTIAN ZSCHORKE/NILS RAHLF, discordante, *idem*, 1375-1376.

<sup>133</sup> OLG Frankfurt 9-Out.-2003, ZIP 2003, 2206-2210 = NZG 2004, 243-245.

<sup>134</sup> OLG Frankfurt 9-Out.-2003, ZIP 2003, 2254-2257 (2255/II) = NZG 2004, 243-245 (243/II).

BaFin<sup>135</sup>. Mas logo se contrapõe que o preceito em causa, ao dispor que a BaFin deve assumir:

(...) as tarefas e os poderes que lhe são conferidos pela lei apenas no interesse público,

não pode, de modo algum, afetar os poderes e os direitos subjetivos dos destinatários das regras da entidade de supervisão<sup>136</sup>.

Fez assim caminho a ideia de que os preceitos do WpÜG, designadamente os que impõem ofertas públicas obrigatórias, dispensam uma proteção para com terceiros<sup>137</sup>: de facto, o dever de prosseguir o interesse público é conciliável com os direitos dos particulares<sup>138</sup>, os quais são protegidos pela própria lei em causa<sup>139</sup>.

IV. A exigência expressa de um direito subjetivo público deve ser posta na conta da estreita lei processual administrativa alemã. Diversos autores transcendem-na, explicitando que o § 35 do WpÜG (e outros semelhantes) conferem uma proteção a terceiros, designadamente para vender a sua posição por um valor adequado (von Bülow/Bücker)<sup>140</sup>, uma vez que a tutela de que disfrutam não pode ser discricionária (Cahn)<sup>141</sup>. De facto, a OPA obrigatória visa, também, defender a posição dos acionistas da sociedade-alvo, aos quais não se exclui um direito subjetivo público<sup>142</sup>. Esse direito subjetivo público é consubstanciado pelos preceitos legais, designadamente no que tange às ofertas públicas obrigatórias, por exigência europeia, podendo os acionistas interessados fazer valê-lo judicialmente (Berding)<sup>143</sup>. A tutela externa conferida pelo

<sup>135</sup> ANDREAS MÖLLER, *Das Verwaltungs- und Beschwerdeverfahren nach dem Wertpapierwerb- und Übernahmegesetz unter besonderer Berücksichtigung der Rechtsstellung Dritter*, ZHR 167 (2003), 301-314 (304 ss., 306).

<sup>136</sup> YORK SCHNORBUS, *Drittlagen im Übernahmeverfahren/Grundlagen zum Verwaltungsrechtsschutz im WpÜG*, ZHR 166 (2002), 72-118.

<sup>137</sup> ANDREAS CAHN, *Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und Rechtsschutz Betroffener*, ZHR 167 (2003), 262-300 (284 ss.).

<sup>138</sup> *Idem*, 288 ss..

<sup>139</sup> *Idem*, 290 ss. e 294-295, quanto ao dever de lançar uma OPA, judicialmente sancionável.

<sup>140</sup> CHRISTOPH VON BÜLOW/THOMAS BÜCKER, *Der Konzernprivileg des § 36 WpÜG/Tatsbestand, Rechtsfolgen, Verfahren*, *Der Konzern* 2003, 185-202 (201).

<sup>141</sup> ANDREAS CAHN, *Verwaltungsbefugnisse der Bafin* cit., 293-294.

<sup>142</sup> MICHAEL NIETSCH, *Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft im Übernahmeverfahren/ /Zugleich eine Besprechung der Beschlüsse des OLG Frankfurt a. M. in Sachen "ProSieben AG" und "Wella AG"*, BB 2003, 2581-2588 (2583 e 2584).

<sup>143</sup> BENJAMIN BERDING, *Subjektive öffentliche Rechte Dritter im WpÜG/Rechtsschutz gegen die Gestattung einer evident mangelhaften Angebotsunterlage*, *Der Konzern* 2004, 771-781 (779 e *passim*).



WpÜG não levanta as dúvidas que o Tribunal de Apelação de Frankfurt subcreveu<sup>144</sup>.

V. Outras posições ocorrem. Ihrig entende que, pelo menos, o acionista afetado pelo não lançamento de uma OPA obrigatória poderia impugnar a decisão negativa da BaFin<sup>145</sup>. Outras tutelas administrativas são propugnadas por Seibt<sup>146</sup> e por Wagner<sup>147</sup>, sem prejuízo da tutela civil, abaixo enfocada.

Adiante tomaremos posição, quanto ao Direito português. Desde já adiantamos, todavia, que o quadro legal do CVM é distinto do do WpÜG alemão.

### 17. O dever de lançar uma OPA como norma de proteção

I. Mesmo admitindo (o que vimos não ser claro, no Direito alemão e que veremos não ser, de todo, admissível perante o Direito português) que o dever de lançar uma OPA não dê azo a um direito subjetivo dos acionistas da sociedade visada, ainda então a omissão do cumprimento das inerentes obrigações poderia originar uma indemnização, por via do § 823/2 do BGB: tratar-se-ia de uma norma de proteção.

O WpÜG tem, em geral, uma natureza pública: pauta um diálogo entre os emitentes e a BaFin. Todavia, o respeito pelas suas regras tutela múltiplos interessados. A doutrina é levada a reconhecer, à generalidade dos seus preceitos, a natureza de normas de proteção<sup>148</sup>.

II. No tocante ao dever de lançar uma OPA, nos termos do § 35/2, a doutrina mais publicizada insiste em que está apenas em causa o interesse público: ela não poderia ser fonte de pretensões civis<sup>149</sup>. Contrapõe-se-lhe, todavia, a ideia claramente expressa em toda a lógica do preceito, de que em causa está a tutela dos interesses dos acionistas minoritários. A responsabilidade civil

<sup>144</sup> CHRISTIAN ZSCHOKKE/NILS RAHLF, anot. cit., 1376.

<sup>145</sup> HANS-CHRISTOPH IHRIG, *Rechtsschutz Drittbetroffener im Übernahmerecht*, ZHR 167 (2003), 315-350 (340 ss.).

<sup>146</sup> CHRISTOPH H. SEIBT, *Rechtsschutz im Übernahmerecht*, ZIP 2003, 1865-1877 (1866 ss.).

<sup>147</sup> JENS WAGNER, *Zur Rechtsstellung Dritter nach dem WpÜG*, NZG 2003, 718-719 (719).

<sup>148</sup> HERIBERT HIRTE/TOBIAS A. HEINRICH, no *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2.ª ed. cit., Einl., Nr. 149 (78); HEIKO TSCHAUBNER, em STEPHAN GEIBEL/RAINER SÜSSMANN, *WpÜG/Kommentar*, 2.ª ed. (2008), Nr. 83 ss. (827 ss.).

<sup>149</sup> ROLAND STEINMEYER, em ROLAND STEINMEYER/MICHAEL HÄGER, *WpÜG/Kommentar*, 2.ª ed. cit., § 35, Nr. 112.

impor-se-ia como natural<sup>150</sup>: o § 35 do WpÜG funciona como uma norma de proteção desses acionistas, permitindo a responsabilidade<sup>151</sup>.

III. Apesar da diversidade doutrinária, autores como Christoph Bülow<sup>152</sup>, Hendrik Thies<sup>153</sup> e Frank Eggers<sup>154</sup> consideram ser posição maioritária a que entende haver, perante o § 35 do WpÜG, uma norma de proteção. Na base dela, os acionistas da sociedade visada, relativamente à qual tenha sido omitido o dever de lançar uma OPA, teriam direito à competente indemnização.

IV. Como veremos, a técnica das normas de proteção foi acolhida no artigo 483.º/1, do Código Civil. Estamos perante uma matéria pacífica, recentemente aprofundada, na doutrina portuguesa, é que revela amplas capacidades práticas. O recurso a essa técnica, no domínio mobiliário, faz todo o sentido. Não deixaremos de a ponderar.

## 18. *A execução específica*

I. Na origem do § 35 do WpÜG esteve a consideração de que, reunido o quadro legal, os acionistas minoritários de determinadas sociedades deveriam ter o direito de alienar as suas participações, por um preço adequado<sup>155</sup>. Pergunta-se: deve essa ordem das coisas, decidida pelo legislador após adequada ponderação, ser postergada pelo incumprimento das entidades a quem cabia a sua concretização?

II. A solução mais lógica e justa é a de reconhecer, aos acionistas singulares da sociedade visada, uma pretensão civil à contratação<sup>156</sup>, ou ao reconhecimento do valor, mediante a entrega das ações<sup>157</sup>. A pretensão de cumprimento

<sup>150</sup> JENS EKKENGA/JOSEF HOFSCHEIDER, *Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, DStR 2002, 724-734 e 768-777 (729 ss. e 777).

<sup>151</sup> HANS-CHRISTOPH IHRIG, *Rechtsschutz Drittbetroffener im Übernahmerecht* cit., 349 e, também nesse sentido, CHRISTIAN ZSCHOKKE/NILS RAHLF, anot. cit., 1376/I.

<sup>152</sup> CHRISTOPH BÜLOW, no no *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 1.ª ed. (2003), § 35, Nr. 199 (1075).

<sup>153</sup> HENDRIK THIES, *Pflichtangebot nach Umwandlungen* cit., 42, com indicações.

<sup>154</sup> FRANK EGGERS, *Das Pflichtangebot im Spannungsfeld zwischen Kapitalmarkt- und Konzernrecht* cit., 35 ss..

<sup>155</sup> VON BÜLOW/BÜCKER, *Der Konzernprivileg* cit., 201/I.

<sup>156</sup> JENS WAGNER, *Zur Rechtsstellung Dritter nach dem WpÜG* cit., 719/I, com outras indicações.

<sup>157</sup> HANS-CHRISTOPH IHRIG, *Rechtsschutz Drittbetroffener im Übernahmerecht* cit., 349.

do dever, ainda que restritivamente, parece admissível<sup>158</sup>. A literatura mais recente entende mesmo que, por uma via ou por outra, os acionistas têm o direito à contraprestação<sup>159</sup>.

III. O Direito português, também aqui por direta influência do Direito civil alemão, acolhe, em termos largos, a execução específica da obrigação de contratar. Adiante sondaremos a possibilidade de aplicar essa via, ao dever de lançar uma OPA.

## V – Ofertas obrigatórias e sua inobservância, no Direito português

### 19. Os pressupostos; as exclusões

I. O dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição está previsto no artigo 187.º/1 do CVM: aquele que, diretamente ou por imputação de votos, feita nos termos do artigo 20.º/1, ultrapasse um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social, tem o dever de lançar uma OPA sobre a totalidade das ações ou outros valores, emitidos por essa sociedade.

O preceito parece claro. Vem na linha do Código das Sociedades Comerciais e do Código do Mercado de Valores Mobiliários, correspondendo, ainda, ao exigido pela Diretriz das OPAs. Não se afigura necessário repetir quanto foi dito.

II. O próprio CVM, por delimitação negativa, precisa o âmbito do dever de lançar uma OPA. Assim, quando seja (apenas) ultrapassado o limite de um terço:

- pode o interessado provar, perante a CVM, que não tem o domínio da sociedade visada nem está, com ela, numa relação de grupo (187.º/2);
- podem os estatutos das sociedades abertas, que não tenham ações ou valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição admitidos à negociação em mercado regulamentado, suprimir esse limite de um terço (187.º/4).

<sup>158</sup> ANDREAS H. MEYER, no STEPHAN GEIBEL/RAINER SÜSSMANN, *WpÜG/Kommentar*, 2.ª ed. cit., § 35, Nr. 59 (653), com indicações.

<sup>159</sup> KATHARINA PRASUHN, *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen nach dem WpÜG/Unter besonderer Berücksichtigung des “Acting in Concert”* (2009), 272 pp. (72), com indicação de várias vias.

III. Temos, de seguida, hipóteses de derrogação do dever de lançar a OPA que, pelo artigo 187.º, seria obrigatória. Elas ocorrem quando a ultrapassagem do limite fixado:

- resulte de uma OPA lançada, sem restrições, sobre a totalidade das ações da sociedade visada – 189.º/1, a);
- proceda da execução de um plano de saneamento financeiro, numa das modalidades previstas na lei – 189.º/1, b);
- advenha da fusão de sociedades, se da deliberação da assembleia geral da sociedade visada constar expressamente que o dever resultaria da operação – 189.º/1, c).

A derrogação é objeto de declaração da CMVM, requerida e imediatamente publicada pelo interessado – 189.º/2.

IV. O CVM, no seu artigo 190.º, prevê ainda a hipótese da suspensão do dever de lançar a OPA quando a pessoa a ela obrigada, imediatamente após o facto constitutivo do dever de lançamento, se obrigar a pôr termo à situação nos 120 dias subsequentes (n.º 1). Trata-se de enfrentar situações de controlo fortuito, que não sejam pretendidos pela entidade interessada.

V. Torna-se importante sublinhar que, na linha acima acentuada de articular a materialidade das situações com a segurança e a previsibilidade das soluções, o atual quadro vigente não permite exonerações de oportunidade ou de simpatia.

Particularmente fora de qualquer universo derogatório ficam:

- as aquisições familiares ou *mortis causa*;
- as titularidades resultantes da recomposição de grupos, sempre que impliquem a adveniência de novos sujeitos;
- as situações resultantes da desatenção dos agentes intervenientes.

Todas estas eventualidades, quando originem a ultrapassagem dos limites fixados no artigo 187.º/1 do CVM, dão azo à obrigação de lançar uma OPA.

Tal obrigação não é nem uma sanção, nem um castigo. Trata-se de uma simples decorrência da presença no mercado mobiliário, para a qual todos os agentes devem estar atentos. Os seus pressupostos são, de resto, tão simples que não vemos como possam causar dúvidas ou perplexidades.

## 20. *As sanções; o recurso ao Direito civil*

I. Na hipótese de, mau grado a ultrapassagem dos limites fixados no artigo 187.º/1 do CVM, não ser, pelo responsável visado, lançada a competente OPA, funcionam determinadas sanções, previstas nesse mesmo Código. A saber:

- opera uma contra-ordenação, punível com uma coima elevada – artigos 393.º/2, *h*) e 338.º/1, *a*) e 3;
- desencadeia-se uma inibição dos direitos relativos às ações que excedam o limite a partir do qual o lançamento seria devido – 192.º;
- funciona a responsabilidade civil – 193.º, todos do CVM.

A CMVM não tem o poder de isentar a entidade responsável de qualquer das aludidas sanções ou de outras, que possam caber. Trata-se de um dado elementar do Estado de Direito, dado esse que surge reforçado, no Direito português, perante o alemão. Com efeito, e ao contrário do que vimos suceder no WpÜG alemão, não existe, no CVM, qualquer norma que possa ser interpretada como restringindo a presente problemática, ao interesse público. A lei visa, muito nitidamente, defender os interesses dos investidores e dos acionistas minoritários. Tais interesses não resultam de nenhuma graça do Poder do Estado ou de entidades estaduais independentes: emergem da lei e têm, por certo, tutela judicial.

II. Pergunta-se, todavia, se o catálogo das sanções acima referido esgota a reação do Direito à eventual inexecução do dever de lançar uma OPA ou se, pelo contrário, não haverá que recorrer ao Direito civil, para completar essa matéria.

À partida, cumpre reter que o CVM representa uma lei especial para os valores mobiliários. Como tal, compete-lhe prescrever as “especialidades”, sem ter de repetir *ad nauseam* toda a matéria geral, cujo funcionamento sempre se pressupõe. Assim, não cabe ao CVM definir “contratos”, “direitos”, “deveres”, “incumprimentos”, “execuções” ou “responsabilidade”: tudo isso pertence ao Direito comum e tem aplicação sempre que solicitado.

De seguida, o próprio artigo 193.º, ao referir a responsabilidade civil do infrator, remete para o Direito civil tudo quanto tenha a ver com os seus pressupostos ou o seu regime.

III. O Direito, particularmente no campo mobiliário, não pode estatuir com recurso a normas imperfeitas. Antecipando, fácil seria conceber situações nas quais as inibições de direitos em nada prejudicariam o domínio do infra-

tor, em que as coimas não teriam expressão e em que não fosse viável apurar os pressupostos da responsabilidade civil. A OPA obrigatória ficaria letra morta?

Cabe ao Direito comum, particularmente ao civil, assegurar-se de que assim não é.

## 21. *O direito à oferta*

I. Como vimos, no Direito alemão torna-se discutível saber se existe, por parte dos acionistas minoritários, um direito ao lançamento de uma OPA. O factor desestabilizante que conduz a tais dúvidas é a expressa circunscrição da BaFin (o organismo de supervisão mobiliária) ao interesse público; como tal, ele não origina direitos equivalentes a interesses privados<sup>160</sup>.

II. O Direito mobiliário português não tem tais pruridos. Ao contrário do que sucedeu no Direito alemão, em que a obrigatoriedade de certas OPAs só surgiu tardiamente e no meio de grande alarido, o Direito português conhece essa figura há mais de vinte e cinco anos. Ainda no Direito português, há unanimidade em que as OPAs obrigatórias visam a tutela dos investidores e acionistas minoritários. Trata-se de interesses privados legítimos, cuja prossecução é compaginável com o interesse público.

III. Verificados os pressupostos, a entidade visada tem a obrigação jurídica específica de lançar uma OPA. Esta é uma oferta que, embora pública, tem destinatários: os concretos detentores de ações da sociedade visada. Consubstancia-se uma (evidente) relação jurídica entre o obrigado à OPA e os beneficiários da mesma, relação essa que não pode ser perturbada pelo facto de estarmos numa área sujeita a supervisão.

Num cenário de OPA obrigatória, os acionistas minoritários podem exigir a retirada da sociedade visada, mediante uma adequada compensação. É esse o sentido da lei. Não parece aceitável que uma situação tão clara possa ficar à mercê de construções jurídicas que a tornem aleatória. Todo o espírito do Direito mobiliário, que postula esquemas claros, previsíveis e transparentes, a isso se opõe.

<sup>160</sup> Entre nós, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.<sup>a</sup> ed. cit., 621, parece sensível a este tipo de orientação. Subentendido fica um sistema assente em proteções reflexas. Com a devida vénia, afigura-se-nos que a tradição civil portuguesa é mais clara e direta: trabalha com direitos e deveres, nada havendo, no CVM, que afaste esse regime.

IV. O direito dos beneficiários da OPA obrigatória tem uma feição dinâmica. Assim:

- verificados os pressupostos, eles têm o direito a que a OPA seja lançada;
- perante a OPA, eles têm o direito de aceitar a oferta, vendendo as suas ações pelo valor nela fixado;
- aceite a oferta, têm o direito a haver o valor correspondente às ações que vendam.

A embricação entre estas situações é evidente. A frustração do direito à OPA frustra o direito a aceitar a oferta e, daí, o direito a receber o preço. Trata-se, sempre, de uma relação jurídica que, na lógica do funcionamento de um processo de contratação, assume distintas mas interligadas formas.

V. Finalmente, o direito dos beneficiários da OPA obrigatória é, tecnicamente, um direito de crédito. Mais precisamente, trata-se de um direito a uma conduta humana (a uma prestação), consistente no lançamento da OPA, nas condições legais. A prestação está determinada, uma vez que os condimentos da oferta a realizar e, designadamente, o montante da contrapartida obedecem a regras fixadas na lei.

## 22. *A execução específica*

I. Determinada a existência de uma relação obrigacional entre a entidade obrigada à OPA e os beneficiários da mesma, logo ocorre perguntar se, na hipótese de incumprimento, não quedará a hipótese (óbvia) da execução específica. Como vimos, alguma doutrina alemã encara essa possibilidade. Vamos ver.

Na linguagem jurídica, diz-se execução específica a realização, pelo tribunal, da prestação que incumbia ao devedor inadimplente. Os casos paradigmáticos resultam dos artigos 827.º a 829.º, do Código Civil:

- na prestação de *dare*, a entrega é feita pelo tribunal ou por ordem deste: *manu militari* (827.º);
- na prestação de *facere*, sendo o factio fungível, é o mesmo prestado por terceiro, à custa do devedor (828.º);
- na prestação de *non facere*, havendo obra, é a mesma demolida a expensas de quem se obrigou a não a fazer (829.º).

Em todos estes casos, a execução específica é possível quando o devedor possa ser substituído na sua realização. Assim, não cabe tal instituto perante pres-

tações de facto não-fungíveis (828.º *a contrario*) e nas prestações de *non facere*, quando não seja possível fazer reverter o sucedido (829.º/1, *a contrario*: não haja obra). Nessa eventualidade, quedam duas soluções:

- ou se desiste da realização da prestação devida, passando-se a uma fase puramente indemnizatória (798.º);
- ou se pressiona a vontade do devedor remisso, através de sanções pecuniárias compulsórias (829.º-A/1).

II. Existe ainda uma categoria de dever, que se presta a uma substituição, por parte do tribunal: a da realização de um facto jurídico. Tradicionalmente, entendia-se que a prática de tal facto, designadamente a conclusão de um contrato, era de efetivação insubstituível. Nas palavras de Ascenção Barbosa<sup>161</sup>:

(...) o “contrahere” consiste num acto de natureza exclusivamente pessoal, que não pode ser praticado, em vida das partes, senão por estas ou por pessoas a quem estas, voluntariamente e por qualquer meio legal, hajam conferido poderes de representação (...)

Mais modernamente, as dificuldades dogmáticas na execução do contrato-promessa têm sido situadas no dispositivo constitucional que garante a liberdade de disposição<sup>162</sup>: ora a execução específica constituiria uma exceção severa a esse princípio.

Perante isso, ao não-cumprimento de um contrato-promessa apenas se poderia reagir através de pedidos de indemnização. Ora esta solução é triplamente inconveniente:

- o bem acordado e devido é traduzido pelo próprio contrato definitivo: qualquer sucedâneo é sempre insatisfatório, seja no plano normativo, seja no económico-social;
- é muito difícil (salvo cláusula penal) fixar indemnizações por incumprimentos de promessas: no fundo, tudo depende do que iria resultar da execução do contrato definitivo, o que se pode tornar inexcogitável;
- a nossa judicatura é muito avara na atribuição de indemnizações, numa situação que só recentemente tem vindo a ser corrigida; e assim torna-se, em regra, um bom negócio não cumprir as suas obrigações e esperar pelas condenações do tribunal.

<sup>161</sup> PEDRO DE ASCENÇÃO BARBOSA, *Do contrato-promessa*, 2.ª ed. (1957), 187.

<sup>162</sup> GIANFRANCO PALERMO, *Contratto preliminare* (2004), 89.



Impunha-se dar o passo seguinte e admitir a execução específica do próprio contrato-promessa ou, mais latamente, do dever de contratar ou de praticar um determinado ato jurídico.

III. A possibilidade de executar o dever de contratar foi fixada, em termos pioneiros, pelo Código de Processo Civil alemão de 1877<sup>163</sup>. Para tanto, recolheu elementos de Direito processual prussiano, que remontavam à Lei de 5 de Maio de 1872<sup>164</sup>. Aquando da reforma de 1898, esse preceito manteve-se, sendo renumerado como § 894<sup>165</sup>. Tem aplicação pacífica, até hoje: quase 140 anos de experiência<sup>166</sup>.

A ideia básica é a seguinte: está em jogo uma execução de facto positivo, ao qual o devedor executado está obrigado. Uma vez que se admite o fenómeno da representação, isto é, a possibilidade de alguém praticar actos jurídicos em nome e por conta de outra pessoa, de tal modo que os efeitos se projetem na esfera desta última, não há dificuldades conceituais em que tal execução, implicando um facto jurídico, seja levada a cabo pelo próprio tribunal. A especificidade da matéria justifica um preceito a ela dedicado.

IV. A possibilidade de execução específica do dever de contratar foi acolhida no Código Civil de 1966, mercê dos trabalhos preparatórios de Vaz Serra<sup>167</sup>. A situação aí configurada é a de execução de um contrato-promessa. Todavia, boas razões de fundo recomendam a aplicação desse preceito a outros deveres de contratar ou, mais genericamente, a obrigações de praticar atos jurídicos. Vamos ver.

### 23. *O alargamento a outros deveres de contratar; as sanções pecuniárias compulsórias*

I. O artigo 830.º, pela sua epígrafe e pela previsão do seu número 1, reporta-se à execução específica de contratos-promessas. Como antecedentes histórico-comparatísticos, temos o § 894 da ZPO alemã, que visa qualquer

<sup>163</sup> W. ENDEMANN, *Das Deutsche Zivilprozess/Erläuterungen des Gerichtsverfassungsgesetzes und der Zivilprozessordnung des Deutschen Reichs* III, §§ 568-872 (1879), § 779 (330-331).

<sup>164</sup> W. ENDEMANN, *Das Deutsche Zivilprozess* cit., III, 330.

<sup>165</sup> O. REINCKE, *Die Zivilprozessordnung*, 6.ª ed. (1910), § 894 (749) e BERNHARD WIECZOREK, *Zivilprozessordnung und Nebengesetze*, IV/2, §§ 864-1048 (1958), § 894 (1003-1013).

<sup>166</sup> Com indicações numerosas: URS GRUBER, no *Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung*, 2, §§ 511-945, 3.ª ed. (2007), § 894, 2227-2232.

obrigação de contratar. *Quid iuris?* Poderemos alargar a ação ex 830.º a quaisquer obrigações de contratar?

No anteprojeto de Vaz Serra, o artigo 422.º (antepassado do atual 830.º) visava a obrigação de emitir uma declaração de vontade<sup>168</sup>. A primeira revisão ministerial, da responsabilidade de Antunes Varela, acantonou formalmente o preceito à “obrigação de concluir um contrato” (813.º)<sup>169</sup>, numa ideia reforçada, na segunda revisão ministerial, do mesmo responsável, pela nova epígrafe “contrato-promessa” (830.º)<sup>170</sup>. Digamos que, embora de modo indireto, os preparatórios inculcam uma ideia de progressiva restrição da execução específica.

II. No domínio do Código em si, Antunes Varela, embora sem desenvolver, afirma que o legislador não contempla todas as hipóteses em que uma das partes se encontre obrigada a celebrar um contrato, mas apenas aquelas em que isso resulte de contrato-promessa<sup>171</sup>. O problema tem-se posto, na prática, a propósito do mandato sem representação. O mandatário age, então, em nome próprio, adquirindo os direitos decorrentes dos atos que celebre (1180.º) e devendo, depois, transferi-los para o mandante (1181.º/1). E se o não fizer, cabe execução específica?

A doutrina inclinou-se para dar uma resposta positiva. Logo no início, Vaz Serra veio defender que o dispositivo do artigo 830.º/1<sup>172</sup>:

(...) é susceptível de interpretação extensiva, de maneira a ser aplicável também a outros casos abrangidos pelo seu espírito; seria estranho e injustificável que só na hipótese de promessa de um contrato fosse permitido ao credor obter a sentença que esse artigo menciona. Dada a identidade de razão, é legítima interpretação extensiva do preceito do artigo 830.º: a lei diz menos do que o que queria dizer.

Anos volvidos, Vaz Serra mantém e reforça essa posição, apelando também e se necessário à analogia, visto o preceito em causa não ser excecional<sup>173</sup>.

<sup>167</sup> Vide o nosso *Tratado de Direito civil II – Direito das obrigações*, 2 (2010), 406 ss..

<sup>168</sup> ADRIANO VAZ SERRA, *Direito das obrigações* (1960), separata BMJ, 356.

<sup>169</sup> BMJ 119 (1962), 209.

<sup>170</sup> JACINTO RODRIGUES BASTOS, *Direito das obrigações*, 6 (1973), 161.

<sup>171</sup> PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado* 2, 4.ª ed. (1987), 106, n.º 2 e ANTUNES VARELA, *Das obrigações em geral: Das obrigações*, 1, 10.ª ed. (2000), 337.

<sup>172</sup> ADRIANO VAZ SERRA, *Contrato consigo mesmo e negociação de diretores ou gerentes de sociedades anónimas ou por quotas com as respectivas sociedades*, RLJ 100 (1967), 193-197 (194).

<sup>173</sup> ADRIANO VAZ SERRA, anot. a STJ 1-Fev.-1977 (OCTÁVIO DIAS GARCIA), RLJ 111 (1978), 6-9, *idem*, 9-16 (16).

Outros autores optaram por vias desse tipo, como Januário Gomes<sup>174</sup>, Ana Prata<sup>175</sup> e nós próprios<sup>176</sup>. Contra, além de Antunes Varela, em termos algo discretos, apenas depôs Pessoa Jorge e isso ainda no tempo do Código de Seabra, que não admitia, de todo, a execução específica<sup>177</sup>.

A análise mais cuidadosa sobre o tema coube a Calvão da Silva, que pode ser colocada ao lado da linha maioritária. Diz esse Autor<sup>178</sup>:

É de estender o âmbito de aplicação da execução específica prevista no art. 830.º, se não mesmo *de iure constituto* – solução que não nos choca apesar da história e da letra do artigo –, pelo menos *de iure condendo*, indo mais longe do que, por cautela, parece ter querido ir o legislador de 66.

O alargamento doutrinário da execução específica a outras situações de dever de contratar, designadamente da emergente do mandato sem representação, não se poderia considerar ousada. Queda ver o panorama dos tribunais.

III. Numa primeira fase, a jurisprudência inclinou-se para a afirmativa: RCb 28-Mai.-1986<sup>179</sup>, RLx 2-Nov.-1999<sup>180</sup>, RLx 30-Mar.-2000<sup>181</sup> e RLx 5-Jul.-2000<sup>182</sup>. Todavia, após STJ 11-Mai.-2000<sup>183</sup>, veio a virar-se para a negativa: REv 3-Jun.-2004<sup>184</sup>, STJ 26-Out.-2004<sup>185</sup> e STJ 22-Jan.-2008<sup>186</sup>. Seria, segundo esta orientação, de condenar o mandatário, à transmissão dos bens: se

<sup>174</sup> MANUEL JANUÁRIO DA COSTA GOMES, *Contrato de mandato*, em *Direito das obrigações*, 3, 263-408-C (403).

<sup>175</sup> ANA PRATA, *O contrato-promessa e o seu regime civil* (1994), 899-900.

<sup>176</sup> *Tratado de Direito civil*, V, 73-74, nota 208.

<sup>177</sup> FERNANDO PESSOA JORGE, *O mandato sem representação* (1961), 312; não obstante, este Autor é citado na jurisprudência como contrário à execução específica aqui em causa, em pé de igualdade com os demais.

<sup>178</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Cumprimento e sanção pecuniária compulsória*, 2.ª ed. (1997, 2.ª reimp.), 500.

<sup>179</sup> RCb 28-Mai.-1986 (HERCULANO NAMORA), BMJ 457 (1996), 457 (o sumário).

<sup>180</sup> RLx 2-Nov.-1999 (ROQUE NOGUEIRA), CJ XXIV (1999) 5, 74-76 (76/II).

<sup>181</sup> RLx 30-Mar.-2000 (CORDEIRO DIAS), CJ XXV (2000) 2, 124-125.

<sup>182</sup> RLx 5-Jul.-2000 (TORRES VEIGA), CJ XXV (2000) 4, 82-85 (85).

<sup>183</sup> STJ 11-Mai.-2000 (ABÍLIO VASCONCELOS), CJ/Supremo VIII (2000) 2, 58-61 (61) = BMJ 497 (2000), 357-363 (362-363).

<sup>184</sup> REv 3-Jun.-2004 (BERNARDO DOMINGOS), CJ XXIX (2004) 3, 243-248 (245).

<sup>185</sup> STJ 26-Out.-2004 (CAMILO MOREIRA CAMILO), CJ/Supremo XII (2004) 3, 84-90 (87-88).

<sup>186</sup> STJ 22-Jan.-2008 (AZEVEDO RAMOS), Proc. 04A4417.

necessário sob ameaça de sanções pecuniárias compulsórias; mas não seria viável a execução específica. E isso por via da letra da lei, dos preparatórios e da opinião (sem dúvida que sempre respeitável e muito ponderosa) de Antunes Varela<sup>187</sup>. Passamos a desenvolver o tema.

Como ponto de partida, interessa verificar se o artigo 830.º, despojado das excrescências recebidas em 1980 e mantidas em 1986, é uma norma de exceção ou se, pelo contrário, corresponde à concretização de princípios e valores gerais. Na atual panorâmica jurídico-científica, não levanta dúvidas a segunda opção. Os contratos devem ser cumpridos. E havendo inadimplência, a primeira opção do ordenamento é providenciar o restauro natural. Como vimos, em face do incumprimento do dever de contratar, é algo problemático fixar indenizações. O artigo 830.º representa, pois, uma manifestação dos valores básicos do sistema, nenhuma razão havendo para o acantonar à sua letra ou à sua epígrafe. Quanto aos trabalhos preparatórios: têm escasso valor hermenêutico, devendo ceder perante uma interpretação sistemática e atualista, teleologicamente enformada.

Isto dito, importa frisar que, sempre sem o lastro de 1980/86, a execução específica *ex* 830.º representa o produto de décadas de aperfeiçoamento, no tocante ao dever de contratar. Permite, designadamente, afastar, com harmonia, os casos em que, por natureza, a ação *ex* 830.º não possa singrar e assegura, ainda, a necessidade de manter a aplicabilidade da *exceptio non adimpleti contractus*. Abdicar de tudo isto a favor de uma informe ação de condenação é desperdiçar um acervo dogmático duramente alcançado, no decurso de um processo em que, de resto, Antunes Varela teve todo o mérito.

IV. Assim sendo, seja por razões axiológicas de fundo, seja pelos motivos técnico-jurídicos invocados, afigura-se-nos que a execução específica é aplicável a todas as obrigações de contratar. Só assim não será se leis especiais ditarem outro rumo ou se, em concreto, se revelarem valores que recomendem saída diversa.

Para além do dever do mandatário sem representação, já examinado, estão especialmente em causa as diversas manifestações de contratação mitigada (acordos de princípio, contratos-quadro ou protocolos de intenção), sempre que, nelas, seja possível discernir, com clareza mínima, uma intenção de contratar e um perfil suficiente, para o contrato definitivo.

<sup>187</sup> Em abono da verdade: Antunes Varela, normalmente muito exuberante na exposição das suas teses e na crítica daquelas de que discorde foi, aqui, de extrema descrição; quiçá: dubitativo.

V. Quando, por absurdo, se entendesse que o dever de lançar uma OPA não poderia ver executado pelo tribunal, por ter uma natureza não-fungível, quedaria a solução da lei: a aplicação de sanções pecuniárias compulsórias, nos termos do artigo 829.º-A, do Código Civil.

Não é compaginável com a ideia de Estado de Direito e com o respeito pelos interesses tutelados das pessoas que, seja quem for, se arrogue a possibilidade de não cumprir regras legais imperativas, *ad nutum*.

#### 24. O dever de lançar uma OPA; vantagens; aspetos práticos

I. Em termos técnicos, o dever de lançar uma OPA equivale a um dever de formular uma proposta. Os termos desta estão prefixados pela lei aplicável (o CVM), pelo que nenhuma margem de indeterminação se verifica. A pessoa obrigada a efetuar uma OPA está, tecnicamente, obrigada a celebrar um contrato: colocou-se, voluntariamente, nessa posição. Caímos na própria letra do artigo 830.º/1, do Código Civil. Haverá algum obstáculo legal?

II. O artigo 830.º/1 em causa prevê que não caiba execução específica no caso de convenção em contrário ou sempre que, a isso, se oponha a natureza da obrigação assumida. Ora, no caso da OPA obrigatória:

- estamos perante matéria mandatária: não é possível nenhuma convenção em contrário;
- a obrigação assumida é puramente patrimonial; a sua execução em nada contunde com valores que o Direito não queira efetivar.

III. A execução específica do dever de lançar uma OPA é a solução mais natural e mais adequada. Evita-se a via indemnizatória, que é apenas um sucedâneo e levanta dúvidas de cálculo. E através dela, o Direito prossegue precisamente os valores constantes da lei.

Além disso, soluciona-se o problema do caso julgado e da sua extensão. De facto, o direito de exigir a execução de uma OPA obrigatória é disponível. Ele só é exercido por quem o pretenda e desde que, naturalmente, esteja disposto a vender na OPA em causa. No plano prático, o interessado irá consignar, em depósito e no prazo que lhe for fixado pelo tribunal, as ações que pretenda vender na OPA (830.º/5, do Código Civil).

Cumpra ter presente: o dispositivo das OPAs obrigatórias visa a defesa dos interesses dos investidores e, mais precisamente, dos acionistas minoritários. Estes, reunidas as condições legais, têm o direito de se retirar da sociedade,

dando as suas ações em troca de uma retribuição legalmente adequada. Trata-se de um direito de exercício individual<sup>188</sup>.

IV. O dever de lançar uma OPA, com o correspondente direito dos acionistas minoritários de se exonerarem das suas posições, prolonga-se no tempo. Caso não sejam respeitados os prazos legais, haverá uma situação de mora, com a *perpetuatio obligationis* dela resultante. Dentro do prazo comum de prescrição, os acionistas minoritários estão a tempo de recorrer à execução específica dessa obrigação para, mediante a entrega das suas ações, haverem o competente e pre-fixado preço.

## 25. *Os deveres de indemnizar; a norma de proteção e a culpa*

I. A solução mais direta e adequada para o eventual incumprimento da obrigação de lançar uma OPA reside na sua execução específica. Todavia, podemos, por várias vias, construir obrigações de indemnizar: seja como sucedâneos, seja como complementos, relativos a eventuais danos colaterais.

II. Na hipótese (que não subscrevemos) de se entender que o dever de lançar uma OPA não origina, na esfera dos beneficiários, o correspondente direito subjetivo, com uma consequente relação jurídica entre ambos, sempre ficaria de pé a construção alemã da norma de proteção.

Recordamos que o artigo 483.º/1, do Código Civil, prevê, como segunda modalidade de ilicitude o violar (...) *qualquer disposição legal destinada a proteger interesses alheios* (...). Essa regra adveio, diretamente, do § 823, II, do BGB alemão<sup>189</sup>. De acordo com a doutrina consagrada<sup>190</sup>, recordamos que a aplicação do preceito em causa assenta em quatro requisitos:

- 1.º Requer-se a presença de uma norma de conduta, devidamente aplicável;
- 2.º Essa norma deve destinar-se a proteger determinados interesses alheios, como tal se entendendo vantagens juridicamente protegidas e cuja supressão dê azo a um dano;

<sup>188</sup> Entre nós e nesse sentido: PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*, DSR 2010, 11-48. Todavia, este Autor parte do princípio de que há lugar a ação popular (31.º do CVM); ora, com o devido respeito, tal ação não é necessária, uma vez que estão em causa direitos subjetivos plenamente individualizados.

<sup>189</sup> Vide o nosso *Tratado de Direito civil II – Direito das obrigações*, 3 (2010), 448 ss., com indicações.

<sup>190</sup> *Idem*, 451-452, com indicações.

- 3.º A adoção, pelo agente, de um comportamento contrário à referida norma de conduta;
- 4.º De tal maneira que sejam precisamente atingidos os interesses protegidos pela norma violada.

III. O desenvolvimento anterior mostra, do nosso ponto de vista, que esses quatro pontos ficam claramente reunidos, na hipótese de não ser lançada uma OPA obrigatória. Com efeito, temos: (a) uma norma de conduta aplicável: o artigo 187.º do CVM; (b) norma essa que visa proteger os interesses dos minoritários; (c) verificando-se, por parte do agente, a inobservância dessa norma; (d) sendo, com isso, justamente atingidos os interesses que a lei visou proteger.

A inobservância do artigo 187.º do CVM merece censura da ordem jurídica: seja a título de dolo, seja a título de negligência. Na hipótese, que se afigura problemática, já que a ignorância ou a má interpretação da lei não aproveita a ninguém, de se invocar e demonstrar a falta de culpa, apenas se conseguiria a exoneração dos deveres de indemnizar derivados da mora. Com efeito, dada a *perpetuatio obligationis*, o sócio dominante relapso aperceber-se-á fatalmente, pelo menos no momento da eventual citação para a ação de indemnização ou de execução específica, da existência do dever de contratar. Se, nessa altura, não cumprir, já não poderá invocar a falta de culpa.

## 26. A indemnização

I. A causalidade não oferecerá dificuldades. É óbvio que irão ser atribuídas, ao agente, as consequências da violação dos bens jurídicos protegidos pelas normas que ele próprio violou<sup>191</sup>: as que mandam lançar a OPA.

Como calcular a indemnização?

II. As indicações legais são simples: o agente deve reconstituir a situação que existiria se não tivesse verificado o evento que obriga à reparação (562.º) recorrendo-se, para o efeito e sempre que possível, à reconstituição natural (566.º/1, ambos do Código Civil).

A solução indemnizatória mais simples e justa seria, simplesmente, a de pagar o preço prefixado pelas ações, em troca destas (*compensatio lucri cum*

<sup>191</sup> Seguimos a nossa própria fórmula de causalidade: *Tratado* II/3 cit., 537 ss.. No entanto, qualquer outra das diversas construções praticadas conduziriam, sem margem para dúvidas, ao mesmo resultado.

*damno*). Chegar-se-ia, por via indemnizatória, a algo muito semelhante à execução específica.

A alternativa residiria em encontrar a diferença entre o valor prefixado das ações dos minoritários e o seu valor de mercado no momento da execução da sentença.

III. Além disso e em quaisquer circunstâncias, sempre deveriam ser indemnizados os danos derivados da mora, através de adequados juros e as demais despesas.

Nesse como noutros aspetos instrumentais funcionam, simplesmente, as regras gerais.

## VI – **Síntese conclusiva**

### 27. **Pontos fundamentais**

#### I. *Quanto às ofertas públicas de aquisição em geral*

- 1.º As OPAs traduzem-se em procedimentos de concentração empresarial, norteadas por uma ideia de maior eficiência económica, mas que podem prejudicar os acionistas minoritários, os trabalhadores e os consumidores; donde a sua regulação.
- 2.º As exigências de equilíbrio na concorrência e da livre circulação de capitais levaram a que, após trinta anos de preparatórios, se chegasse à Diretriz 2004/25, de 21 de Abril, sobre OPAs.
- 3.º Nessa Diretriz foram previstas a OPA obrigatória e a necessidade de contar, de modo unitário, as participações de entidades em relação de grupo ou em situação de controlo.
- 4.º Tudo isto foi, muito cedo, acolhido no Direito português, sendo reforçado por sucessivas reformas do Código dos Valores Mobiliários.

#### II. *Quanto ao Direito dos grupos de sociedades*

- 5.º A problemática relativa aos grupos de sociedades levou à preparação de um projeto de Diretriz europeia: o da 9.ª Diretriz de Direito das sociedades, profundamente marcada pelo Direito alemão.
- 6.º A complexidade da matéria impediu a aprovação dessa Diretriz; todavia, o respetivo projeto foi acolhido no Código das Sociedades Comerciais de 1986 que, assim, adotou um sistema semelhante ao da *Aktiengesetz* alemã.



- 7.º O regime dos grupos de sociedades e o sistema de imputação unitária de votos que dele deriva atingem uma grande precisão e elevados graus de segurança e de previsibilidade.

### III. *Quanto a OPAs obrigatórias*

- 8.º A figura das OPAs obrigatórias adveio do *City Code* britânico e foi acolhida em diversos países da Europa, tomando lugar, finalmente, na Diretriz 2004/25, de 21 de Abril.
- 9.º As OPAs obrigatórias justificam-se, designadamente: (a) para evitar fraudes à lei; (b) para prevenir aquisições parciais especulativas; (c) para defender as minorias; (d) para proteger o mercado de capitais. A defesa das minorias é apontada como o aspeto prevalecente.
- 10.º Na verificação dos pressupostos de uma OPA obrigatória, há que lidar com as regras sobre a imputação unitária de votos.
- 11.º Na doutrina alemã, diretamente relevante para o conhecimento do Direito português, têm sido ponderadas as hipóteses de haver um direito subjetivo das minorias ao lançamento de uma OPA, de as regras relativas a esse lançamento funcionarem como normas de proteção para efeitos de responsabilidade civil e de ser possível uma execução específica, quando o dever de efetuar uma OPA não seja observado.

### IV. *Quanto a OPAs obrigatórias e à sua inobservância, no Direito português*

- 12.º Os pressupostos da obrigatoriedade de lançamento de uma OPA estão claramente previstos no artigo 187.º do CVM; as hipóteses de afastamento, de derrogação ou de suspensão dessa obrigação constam taxativamente da lei, não podendo ser discricionariamente ampliados pelo CVM.
- 13.º A lei não prevê isenções ou derrogações quando a verificação dos pressupostos de uma OPA obrigatória resulte de recomposições de grupos ou de aquisições familiares ou sucessórias: a previsibilidade é total.
- 14.º Na construção jurídica da obrigação de lançar uma OPA e na determinação das consequências que resultem do seu incumprimento, há que atender, além do expressamente prescrito no CVM, ao Direito comum.
- 15.º Não é concebível que o dever de lançar uma OPA, diretamente previsto para a defesa dos interesses dos acionistas minoritários, fique como uma norma imperfeita, sem sanções adequadas.

- 16.º Os acionistas minoritários têm, perante o Direito português, mais incisivo, neste ponto, do que o alemão, um direito subjetivo ao lançamento da OPA; surge uma relação jurídica entre eles e o acionista dominante; esse direito dá corpo a uma pretensão de saída ou de exoneração, mediante o recebimento do valor prefixado pela lei.
- 17.º A obrigação de lançar uma OPA é, nos termos gerais, suscetível de execução específica; quando não: ela será reforçada por sanções pecuniárias compulsórias, até ao cumprimento.
- 18.º Em qualquer caso, o artigo 187.º do CVM sempre funcionaria como uma norma de proteção, para efeitos de aplicação do artigo 483.º/1, do Código Civil.
- 19.º No cálculo da indemnização, haverá que reconstruir a situação que se verificaria se a OPA tem sido lançada, em termos legais; o princípio da execução em espécie determinará que o preço prefixado seja pago, mediante a entrega das ações minoritárias.
- 20.º Devem, ainda, ser indemnizados os danos colaterais e compensadas as maiores despesas.