

JACINTA MARQUES DOS SANTOS

**FUSÕES E ALTERAÇÃO DE CONTROLO DE
SOCIEDADES COTADAS**

Dissertação com vista à obtenção
do grau de Mestre em Direito e Gestão

Orientador:
Exmo. Professor Doutor André Figueiredo,
Professor da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa

Março 2018

DECLARAÇÃO ANTI PLÁGIO

Eu, Jacinta Marques dos Santos, declaro que o presente texto é de minha exclusiva autoria e que toda a utilização de contribuições ou textos alheios está devidamente referenciada.

FUSÕES E ALTERAÇÃO DE CONTROLO DE
SOCIEDADES COTADAS

Aos meus pais

*"O descontentamento é o primeiro passo
na evolução de um Homem ou de uma Nação"*

Oscar Wilde

AGRADECIMENTOS

Antes de tudo, gostaria de começar esta dissertação por dirigir os meus agradecimentos iniciais ao meu orientador, o Professor Doutor André Figueiredo, por toda a disponibilidade demonstrada na elaboração desta tese, bem como por todo o conhecimento que me transmitiu.

Um agradecimento aos meus pais, por todo o apoio que me deram ao longo de toda a minha jornada académica. Sem eles não seria possível a realização deste percurso, nem o culminar desta etapa.

Aproveito também para agradecer às minhas avós, por todo o carinho com que sempre fui tratada e por todas as mensagens de incentivo que me transmitiram.

Um agradecimento muito especial ao Daniel, que me auxiliou em tudo o que precisei e que foi a pessoa que me deu a força e motivação que necessitei para terminar esta fase académica.

À Abreu Advogados, que me concedeu os meios para concluir e entregar este trabalho.

Por último, aos meus amigos e colegas de trabalho, um obrigada muito especial pelo incentivo, pelo apoio e pelas palavras solidárias.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Al.	Alínea
CC	Código Civil
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CdVM	Código dos Valores Mobiliários
CE	Comissão Europeia
Cfr.	Conforme
cit.	Citado
CMVM	Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários
CRP	Constituição da República Portuguesa
DL	Decreto Lei
ed.	Edição
EUA	Estados Unidos da América
nº	número
p.	página
pp.	páginas
Ob.	Obra
Ob. Cit.	Obra citada anteriormente
s./ss.	seguinte/seguintes
SA	Sociedade(s) Anónima(s)
vol./vols.	volume/volumes

RESUMO

Na sociedade em que vivemos, o número de alterações de controlo societário tem vindo a crescer, fator pelo qual é de liminar importância a sua análise.

Associado ao número crescente de operações societário-financeiras, ocorrem também “problemas” de sobreposição de regimes, os quais merecem ser discutidos no nosso ordenamento jurídico.

Problematizar conceitos como Fusões e Ofertas Públicas de Aquisição, os seus regimes e os pontos em que se sobrepõem e simultaneamente se diferenciam poderá servir de chave para que em questões futuras a lei seja interpretada de maneira diversa, ou mesmo que se proceda a uma revisão, permitindo a sua interpretação inequívoca.

O presente estudo debruçou-se sobre as questões que surgem em torno destes dois institutos jurídicos, que assumem especial relevo por estarmos no âmbito das sociedades cotadas.

A proteção do mercado e dos seus intervenientes marca a necessidade de uma análise mais aprofundada destas temáticas.

Desta forma, com esta dissertação procurar-se-á lançar questões relativas a problemas que possam surgir quando uma Fusão e uma OPA se cruzam, transmitindo que com uma análise concreta ao caso podemos obter a opção que melhor vise proteger os interesses do mercado de capitais.

ABSTRACT

In the society we live in, the number of changes in corporate control has been increasing, which is one of the reasons why it is important to analyze them.

Associated to the aforementioned growing number of corporate-financial transactions, there are also "problems" of overlapping regimes, which deserve to be discussed in our legal system.

Problematizing concepts such as Mergers and Take over bid, their regimes and what approximate and distinguish them can be the key to ensure that in future issues the law is interpreted in a different way, or even that a review is made in order to allow an unambiguous interpretation.

The present study focused on the issues surrounding these two legal institutes, which are particularly important since we are within the scope of listed companies.

The market and its stakeholders protection points out the need for a more in-depth analysis of these issues.

In this way, this dissertation intends to raise questions about problems that may arise from a merger and a takeover bid intersection, conveying that with a concrete analysis of the case we can obtain the option that best seeks to protect the interests of the capital market.

INTRODUÇÃO

O desenvolvimento económico dos últimos tempos tem potenciado o crescimento do número de alterações de controlo societário e a discussão do tema em torno da aquisição de empresas, no sentido amplo, incluindo todas as formas de transmissão do domínio da empresa. Trata-se, sem dúvida, de um tema que tem “conquistado território” e sobre o qual não podemos deixar de fazer referência nesta parte introdutória da dissertação.

Neste sentido, a presente dissertação irá debruçar-se sobre a análise do instituto jurídico da Fusão e da Oferta Pública de Aquisição – duas formas de alteração de controlo societário por excelência, que assumem especial relevância nas sociedades cotadas, recorrendo-se à Doutrina e a posições da CMVM.

No *the deal decade*¹ o fenómeno mereceu uma acentuada explosão nos anos 1980 não apenas nos EUA mas também na generalidade dos mercados ocidentais, atingindo-se um volume de aquisições empresariais e técnicas empregues. Portugal não foi por isso exceção, tendo tido um número significativo de aquisições empresariais, nomeadamente através de privatizações, de fusões e Ofertas Públicas de Aquisição. A intensidade de aquisições é de facto cíclica e depende de vários fatores como a disponibilidade de financiamento e a evolução do mercado bolsista.

Repare-se que para o tema que irá ser exposto e analisado na presente dissertação será convocado em primeira linha o direito das sociedades. Além disso nomeadamente no tocante às regras transmissivas *stricto sensu*, cabe mencionar a incidência do direito dos valores mobiliários, que é de maior intensidade se estiverem envolvidas sociedades abertas.

No confronto entre duas figuras chaves para obtenção e alteração de controlo societário, surgem dilemas interessantes que assumem especial relevo quando estamos no âmbito de sociedades cotadas.

¹ O fenómeno de aquisição de empresas teve uma elevada explosão em 1980, originando esta designação. Cfr. Paulo Câmara e Miguel Brito Bastos, *O Direito da aquisição de empresas: uma introdução*, Coimbra Editora, p. 13.

Dar-se-á assim destaque às Ofertas Públicas de Aquisição e outros institutos, neste caso, as Fusões.

No confronto de figuras, surgem artigos que levantam interessantes questões para análise das formas de alteração de controlo societário.

Assim, menciona o artigo 185º do CdVM *“A partir da publicação do anúncio preliminar de oferta pública de aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, qualquer outra oferta pública de aquisição de valores mobiliários da mesma categoria só pode ser realizada através de oferta concorrente lançada nos termos do presente artigo.”*.

Deste artigo emerge uma questão que procuraremos analisar durante a tese: há uma indicação expressa da lei que se refere apenas e somente a qualquer outra oferta pública de aquisição de valores mobiliários, mas e outros institutos jurídicos como a Fusão – o que poderemos dizer a este respeito? O que tem sido pensado e discutido neste sentido? Haverá alguma semelhança? Quais os principais pontos em que divergem dois institutos jurídicos tão importantes para a realidade socioeconómica como as Fusões e as Ofertas Públicas de Aquisição? Será necessário recorrermos à figura das ofertas concorrentes?

Tentar-se-á assim perceber até que ponto poderemos configurar uma fusão como uma alteração de controlo societário.

Mais, importa por isso verificar, se a Fusão determina a existência de áreas de sobreposição entre o regime societário e o regime do Direito dos Valores Mobiliários e se daí resultam ou não consequências em sede de direitos dos acionistas entre outros.

Neste sentido, numa primeira parte, realizar-se-á uma introdução e análise de vários conceitos, nomeadamente o de sociedades cotadas, procurando fornecer as bases para o posterior desenvolvimento do tema, ou seja, procurarei expor alguns conceitos prévios que julgamos serem fundamentais para melhor entender as principais temáticas abordadas e devolvidas na segunda parte da dissertação.

Num segundo momento, debruçar-se-á sobre a análise e discussão dos dois principais institutos jurídicos aqui em causa: a Fusão e a Oferta Pública de

Aquisição.

Seguidamente, partir-se-á de uma decisão tomada pela CMVM para discussão das Ofertas Concorrentes, nomeadamente, a questão da admissibilidade ou não de uma Fusão na pendência de uma Oferta Pública de Aquisição. A partir daqui, discutir-se-ão os pontos chave de semelhança e dissemelhança entre estes dois institutos: a fusão e a OPA, bem como os seus regimes e as razões que levam a interpretações diversas do artigo 185º CdVM.

No final do estudo procurar-se-á expor as conclusões retiradas ao longo da discussão do tema, bem como transmitir a opinião da autora relativamente ao exposto na lei e à interpretação que poderá ser realizada.

**CAPÍTULO I - NOÇÕES, PARTE HISTÓRICA E IMPACTO
ECONÓMICO**

Começar esta dissertação pela exposição do tema implica recorrer a determinados conceitos jurídico-económicos a que não podemos deixar de fazer primariamente alusão.

Começemos pela diferença claramente existente entre sociedades abertas por oposição a sociedades fechadas. Neste sentido, as sociedades anónimas classificam-se em abertas e fechadas, de acordo com a negociação dos seus valores mobiliários no Mercado de Capitais.

Na realidade, não existe uma definição inequívoca do conceito de sociedade aberta, sendo que o critério para qualificar uma sociedade como aberta é-nos fornecido pelo artigo 13º do CdVM. Ao contrário da ideia generalizada de que as sociedades abertas são sociedades cujas participações se encontram cotadas em mercado bolsista (mercado regulamento), refira-se que estas adquirem automaticamente essa qualidade quando, tendo o seu capital aberto ao investimento público se encontrem numa das situações descritas na alínea a) a e) do nº1 do referido artigo.²

Para que a sociedade possa ser qualificada como sociedade aberta deverá assim ter o seu capital aberto ao investimento público, pelo que apenas analisando as diferentes alíneas do artigo *supra* referido se pode retirar o que a lei entende que é considerada sociedade aberta, clarificando assim uma noção de sociedade com capital aberto ao investimento público.

Mas e o conceito de sociedade cotada? Implica necessariamente uma equivalência empírica ao presente no artigo 13º/ nº1/alínea c) do CdVM? Não totalmente.

Vejamos:³ sociedade cotada não abarca na sua definição os casos em que a sociedade não tenha ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.

Sociedade cotada apenas inclui “*Valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou aquisição de ações*”. É, por assim dizer, necessária a verdadeira

² De acordo com Sérgio Bastardinho de Mesquita Dinis, *OPA – A Regra da Não Frustração*, Universidade Católica do Porto, Porto, p. 14

³ Manuel Requicha Ferreira, *Mecanismos “facilitadores” da cessação de controlo de sociedades cotadas*, Universidade de Lisboa, faculdade de direito, 2011, p. 21.

cotação das ações, ou seja, a “indicação do preço” do substrato patrimonial que representa a sociedade. A esta exposição acresce que no conceito de sociedade cotada também não pode estar incluído o conceito de sociedade que anteriormente tenha as suas ações estado admitidas à negociação, mas que agora já o deixaram de estar. No mesmo sentido da nota anterior, não faz sentido falar em sociedade cotada se não existir cotação das ações.

Atento o *supra* exposto e de acordo com MANUEL REQUICHA FERREIRA, podemos definir uma sociedade cotada como a “*sociedade, com sede em Portugal ou no estrangeiro, cujas ações estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal.*”

Neste sentido, o conceito inclui três elementos. O primeiro está relacionado com o facto de existir a necessidade de ser uma sociedade emitente de ações. Assim excluimos as sociedades cujo capital não seja representado por ações como, por exemplo, sociedades por quotas. Isto é importante e tem o seu fundamento no facto de as ações constituírem a forma de representação do capital social que apresenta as características que são fundamentais para a sua negociação em mercado, desde logo, a fungibilidade e a transmissibilidade.

O segundo elemento está relacionado com o facto de as ações terem de estar admitidas à negociação. A admissão à negociação das ações depende de um ato de “admissão” decidido pela entidade gestora do mercado a requerimento do respetivo emitente e, no caso de a sociedade já ser uma sociedade aberta, dos próprios titulares de ações pertencentes à mesma categoria das que pretende admitir à negociação – art. 233º, nº 1, als. a) e b) do CdVM.

Por último, temos um elemento que é relativo à *negociação das ações ter de ser feita em “mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal”*, de acordo com o artigo 199º, nº1 do CdVM.

Os mercados regulamentados representam assim a estrutura de negociação de valores mobiliários mais importante e que se encontra tão exigentemente regulada.

Mas definir sociedade cotada implica ter ainda em consideração o estatuto especial deste tipo de sociedades.

Repare-se que a sociedade cotada demanda uma regulação própria que vai para além do conjunto de regras especiais reclamado pelas sociedades abertas que não são cotadas, uma vez que no caso de sociedades cotadas, o capital encontra-se disperso por um grande número de investidores, o que implica necessariamente que haja uma maior preocupação com a proteção dos acionistas, nomeadamente, dos minoritários.

Mas será também importante ter em consideração a cotação das ações, como já anteriormente mencionado. A cotação das ações exige, por um lado, a disponibilização de toda a informação relevante sobre a sociedade cotada para a sua correta formação e, por outro, que as próprias ações da sociedade cumpram certos requisitos que possibilitem a sua livre negociação.

Para além disso, os acionistas de uma sociedade cotada têm assim um estatuto especial, com direitos mais reforçados por relação às sociedades abertas.

Alguns autores chegam mesmo a discutir a admissibilidade de outro tipo de sociedade – a sociedade cotada. Contudo, esta dissertação não visará diretamente essa problemática, pelo que com esta exposição apenas se pretenderá abrir espaço para a discussão do tema.

Como tal, pretendeu-se alertar também que, não raras vezes, poderá ser cada vez mais comum existir uma interpretação das normas jurídicas, em particular de todas as que estão previstas para as sociedades anónimas e para as sociedades abertas, diferente pelo que simples facto de estarmos perante sociedades cotadas.

Neste sentido, a cotação das ações permitirá, em princípio, ao seu acionista beneficiar do valor de mercado das ações e da possibilidade de realizar o valor económico das mesmas a qualquer momento, o que implicará necessariamente que as normas que fixam deveres de conduta dos

administradores não poderão deixar de ter em consideração as repercussões que a sua atuação terá na esfera da cotação das ações.⁴

No sentido do acima exposto, a administração de uma sociedade encontra-se assim sujeita a regras que lhe são impostas e as quais devem respeitar, nomeadamente, dois princípios basilares: o princípio da igualdade e o princípio da transparência.

Estes princípios vão ser, sem margem de dúvida, fulcrais para os casos de Ofertas Públicas de Aquisição. Repare-se que nestes casos os membros da administração da sociedade visada encontram-se em situação que pode configurar um conflito de interesses⁵, para tal é importante limitar os poderes da administração.

O princípio da igualdade que tem a sua expressão no artigo 15º CdVM⁶, enuncia que a administração da sociedade cotada deve respeitar este princípio no tratamento dos titulares de valores mobiliários, pertencentes à mesma categoria, emitidos pela sociedade. Este princípio deve assim ser respeitado no tratamento dos diversos oferentes, isto é, o órgão da administração visada não pode favorecer um oferente em detrimento de outro, nomeadamente através do fornecimento de informações relativas à sociedade, devendo desempenhar um papel semelhante relativamente a todos.

Por sua vez, o princípio da transparência impõe a obrigação aos membros da administração de não ocultarem informações relevantes aos detentores dos seus valores mobiliários e ainda ao mercado – regulado pela CMVM.⁷ Caso estas obrigações não sejam respeitadas e cumpridas, existe o risco eminente de incorrerem em contraordenações (artigo 390º CdVM).

⁴ Neste sentido, dispõe Manuel Requicha Ferreira, ob. citada, p. 29

⁵ Pedro Magalhães refere e bem, no meu ponto de vista, que, por um lado, existe o interesse geral da sociedade e dos seus acionistas, ou seja, o objetivo de valorizar as suas ações e realizar mais-valias com as suas transações. Por outro lado, existe, no caso dos membros da administração da sociedade, a procura de salvaguardar os seus interesses pessoais, na tentativa de conservarem os seus postos de trabalho, que podem estar em causa caso a OPA seja *bem-sucedida*.

⁶ O artigo 15.º CdVM com a epígrafe “Igualdade de tratamento” menciona: “*A sociedade aberta deve assegurar tratamento igual aos titulares dos valores mobiliários por ela emitidos que pertençam à mesma categoria.*”

⁷ Neste sentido, dispõe novamente Pedro Magalhães.

A informação relevante assume especial importância se pensarmos, a título de exemplo, no caso em que os investidores aquando da tomada de decisão em adquirir ações de uma determinada sociedade tenha correspondência com um “bom negócio”.

Mas no mesmo sentido em que é importante estar atento ao facto de uma sociedade ter a possibilidade de adquirir o estatuto de sociedade aberta, não poderá deixar-se de referir que inversamente também é possível uma sociedade perder esse estatuto, para tal, vide o artigo 27º CdVM⁸.

Daqui somos levados a constatar e analisar mais um aspeto importante para a elaboração desta dissertação – *“há, portanto, uma separação entre os que aportam o capital e os que administram o capital nas sociedades anónimas cotadas.”*⁹

A descoberta do controlo societário como um bem suscetível de ser transacionado deveu-se aos estudos de HENRY MANNE. Este autor partia do fenómeno de separação da titularidade acionista e o controlo societário.

Portanto, importa referir que o mercado de sociedades cotadas desempenha importantes funções. A função económica mais relevante do mercado de controlo societário é o de *“permitir a realização de operações de reorganização das estruturas societárias e a progressiva adaptação destas a formas e dimensões mais rentáveis e eficientes”*.¹⁰

Antes de concluir este breve enquadramento sobre as sociedades cotadas e o mercado de sociedades cotadas, não poderá deixar-se de mencionar, por observação de algumas recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, que o desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários tem conduzido a uma intensa reflexão sobre a estrutura e o controlo das sociedades abertas ao investimento do público.

⁸ Da Perda da qualidade de sociedade aberta poderão ser consultados os seus requisitos no artigo 27º CdVM.

⁹ Cfr. Manuel Requicha Ferreira, ob. citada. p. 32.

¹⁰ Cfr. Manuel Requicha Ferreira, ob. citada. p. 36.

Aqui emerge a problemática do governo das sociedades – *corporate governance* – que conheceu uma especial difusão nos mercados internacionais por referência à questão universal de aperfeiçoamento dos mecanismos de tutela dos investidores.

Repare-se que por governo das sociedades, muito resumidamente, poderá referir-se *ao sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado*.¹¹

O objeto máximo poderá referir-se à contribuição para a otimização do desempenho das sociedades e favorecimento de todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos na atividade societária – investidores, credores e trabalhadores.

Neste sentido, a CMVM emitiu algumas recomendações para o mercado, que podem estar sujeitas a alterações, nomeadamente: a sociedade deve assegurar a existência de um permanente contacto com o mercado, respeitando o princípio da igualdade dos acionistas e prevenindo as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores.

Estas e outras recomendações serão certamente basilares para o bom funcionamento do mercado de capitais.

¹¹ Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas

Capítulo II - FUSÃO

1. Conceito e modalidades

O sistema económico e as suas contínuas transformações fizeram emergir na ciência jurídica a figura da **Fusão**.

Para usar a terminologia de Raúl Ventura, “*as definições de fusão de sociedades são mais ao menos tautológicas. Concentração, compenetração, junção, até mesmo reunião, exprimem menos que fusão. Fusão, em geral significa combinação de dois ou mais corpos num só. A essência da fusão de sociedades consiste em juntar os elementos pessoais e patrimoniais de duas ou mais sociedades preexistentes, de tal modo que passe a existir uma só sociedade*”¹².

Fusão vai assim encarar-se como um procedimento que só se consegue quando há uma reunião de uma ou mais sociedades numa só, ainda que de tipo diferente.¹³ A fusão visará assim produzir um determinado resultado que se consegue através da reunião numa só de um conjunto de elementos (pessoais e patrimoniais).

A figura da fusão vai agrupar os patrimónios e os sócios de duas ou mais sociedade numa única unidade coletiva. Nas palavras de Elda Marques, a fusão “*constitui o instrumento por excelência da chamada concentração empresarial primária ou na unidade*”.¹⁴

Esta figura jurídica de carácter peculiar consiste na reunião numa só, de uma ou mais sociedades, ainda que de tipo diferente (nº1 do artigo 97º do CSC).

Mas uma fusão não é um fenómeno possível em determinadas situações, como por exemplo: não é possível uma fusão quando uma sociedade adquire apenas todo o ativo e passivo de outro, para haver fusão neste caso tem também de haver incorporação dos sócios respetivos.

¹² Cf. Raúl Ventura, *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades*, Almedina, p. 14.

¹³ Cf. Sofia Carreiro, *A fusão*, Paulo Câmara (coord.), *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011, p. 128.

¹⁴ Cf. Elda Marques, *Fusão de Sociedades*, in *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, Volume II, Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho, Almedina, Abril 2011, p. 157.

Legalmente também não será possível existir uma fusão entre uma sociedade e uma empresa individual.

Não poderemos ainda chamar fusão quando uma das sociedades adquire a totalidade do capital social da outra. Esta operação não vai afetar a existência desta, nem a sua individualidade jurídica, apenas ocorrendo uma mudança de titular das participações sociais.

Em termos legislativos, o artigo 97º do CSC apresenta uma noção de fusão, mencionando que duas ou mais sociedades podem fundir-se numa só (a) *mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e a atribuição aos sócios daquelas de partes, ações ou quotas desta* ou (b) *mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo aos sócios destas atribuídas partes, ações ou quotas da nova sociedade.*

A fusão surge assim normalmente associada a uma operação de concentração económica e à inerente maximização dos fatores produtivos envolvidos, ou seja, a fusão é a forma de em determinado setor de atividade podermos conglobar esforços para, através da junção dos ativos e dos meios aos dispor de mais do que uma sociedade, prosseguirmos, mais eficazmente, a realização de uma dada atividade social.¹⁵

Contudo, também através das fusões podem lesar-se interesses económicos da generalidade, se tais operações de concentração económica criarem situações de oligopólio ou até de monopólio, pelo que estas operações não são indiferentes para o ordenamento jurídico.

Falar em fusões implica também “decifrar” as suas modalidades. Neste sentido, podemos ter fusões internas - juntando numa única sociedade duas ou mais sociedades portuguesas – ou então, transfronteiriças – reunindo numa só duas ou mais sociedades com conexões a pelo menos dois Estados membros da União Europeia.

¹⁵ De acordo com Paulo Olavo Cunha, in *Direito das Sociedades Comerciais, Capítulo VII – Alterações do contrato de sociedade*, p. 897.

Mais se refere que a fusão é um mecanismo económico e jurídico de concentração societária, passível de diferenciação face a outros mecanismos de concentração societária atendendo ao seu regime jurídico e às suas especiais características.

Juridicamente, entre a Doutrina e a Jurisprudência portuguesa tem vigorado um entendimento que a Fusão tem sido considerada um processo modificativo das sociedades.

Existem, porém, outras duas modalidades de fusões que merecem a nossa maior atenção: a fusão simples e a fusão-incorporação.

No caso da fusão simples, o que acontece é que a fusão pode resultar na constituição de uma nova sociedade, para a qual são transferidos globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, *sendo aos sócios destas atribuídas partes da nova*¹⁶. A esta modalidade costuma designar-se simplesmente de fusão ou fusão concentração e tem a sua consagração legal no artigo 97º, n.º 4, alínea b).

Por outro lado, existe a chamada fusão-incorporação. Esta operação ocorre mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e a atribuição aos sócios daquela(s) de parte desta. Esta modalidade encontra-se consagrada no artigo 97º, n.º 4, alínea a). Tradicionalmente, a fusão-incorporação implica o desaparecimento de uma sociedade detida a 100% por outra (a incorporante).

Importa ainda referir que existe uma modalidade específica da fusão por incorporação que consiste na *reverse merger* (fusão inversa), ou seja, ocorre a absorção da sociedade dominante (ou mãe) pela dominada (ou filha), *justificando-se sempre que a incorporante é titular de imóveis e ambas pretendem evitar efeitos fiscais desfavoráveis*.¹⁷ Aqui é, portanto, a “*sociedade-filha*” que vai absorver a “*sociedade-mãe*”.

De acordo com o autor, PAULO OLAVO CUNHA, esta operação era também usada para possibilitar à sociedade incorporante manter os seus prejuízos

¹⁶ De acordo com Paulo Olavo Cunha, ob. citada, p. 899.

¹⁷ Paulo Olavo Cunha, ob. citada, p. 900.

transitados, sempre que a situação financeira da dominante era desafogada – “down-stream merger”.

2. Parte histórica

Se realizarmos uma breve cronologia à consagração legal da fusão, começamos no Código Comercial de 1888, onde se previa e regulava esta figura nos artigos 124º a 127º (com referência ao nº 7 do artigo 120º), os quais foram posteriormente substituídos pelo DL nº 598/73 de 8 de Novembro, passando aí a estar regulado no Título I.

De seguida, quando já estavam regulamentos os princípios da fusão, foi publicado no Jornal Oficial de 20 de Outubro de 1978, a Terceira Diretiva emanada do CCE em 9 de Outubro, a qual, tomou o nº 78/855/CEE.

Hoje em dia, a fusão está regulada o Capítulo IX do Título I, Parte Geral, nos artigos 97º a 117º do CSC.

3. Importância da Fusão e Efeitos

Numa perspetiva económica pode mencionar-se que a fusão será sempre um processo patrimonialmente neutro. Contudo, não podemos negar que este instituto implica uma redefinição societária, cujos os efeitos vão obviamente ter a sua grande repercussão na esfera jurídica dos sócios.

Neste sentido, importa determinar quais os efeitos da fusão e qual o momento em que aqueles efeitos se produzem.

O artigo 112º do CSC menciona que *“com a inscrição da fusão no registo comercial, extinguem-se as sociedades incorporadas ou, no caso de constituição de uma nova sociedade, todas as sociedades fundidas, transmitindo-se os seus direitos e obrigações para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade e*

*os sócios das sociedades extintas, tornam-se sócios da sociedade incorporante ou da nova sociedade”.*¹⁸

De acordo com este artigo, através da inscrição da fusão no registo comercial, extinguem-se as sociedades incorporadas ou, no caso de estarmos perante a criação de uma nova sociedade, todas as sociedades fundidas, transmitindo-se os seus direitos e as suas obrigações para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade e os sócios das sociedades extintas, tornam-se assim sócios da sociedade incorporante ou da nova sociedade.¹⁹

4. Procedimentos da Fusão

O processo de realização da fusão implica algumas etapas para a sua constituição.

Neste sentido, para concretizar uma fusão, esta inicia-se com a elaboração e registo do projeto de fusão, sendo a elaboração do projeto da competência dos órgãos de administração das sociedades intervenientes. Nas palavras de SOFIA CARREIRO, tratando-se a fusão muitas vezes de um instrumento de aquisição de empresas, é natural que *“o projeto resulte, muitas vezes, do culminar de um processo negocial, em que pode discutir-se desde pormenores até ao essencial da operação”*.²⁰

No caso das sociedades anónimas, o CSC prevê na alínea m) do artigo 406º a competência do órgão de administração para deliberar sobre projetos de fusão. Assim, o projeto de fusão tem de ser aprovado pelo órgão de administração das sociedades intervenientes, isto significa pela maioria dos membros do Conselho de Administração ou gerentes, ou por uma maioria mais exigente, caso assim os estatutos o prevejam.

¹⁸ Cfr. menciona Sofia Carreiro, ob. citada, p. 133

¹⁹ Cfr. menciona Sofia Carreiro, ob. citada, p. 150.

²⁰ Cfr. menciona Sofia Carreiro, ob. citada, p. 133

Uma vez que o projeto é elaborado em conjunto pelas administrações das sociedades, isto significa que o projeto é único e comum a todas as sociedades participantes, não havendo a possibilidade de elaboração de projetos com diferenças ou com reservas por parte de alguma das administrações envolvidas.

Importa ainda ter em consideração que o artigo 98º do CSC menciona o elenco dos elementos que têm que estar obrigatoriamente presentes no projeto de fusão, elementos esses que face à sua essencialidade visam transmitir aos sócios e aos credores os elementos jurídicos e económicos subjacentes à fusão.

Como segundo passo no âmbito da concretização de uma fusão, surge a fiscalização, ou seja, o projeto de fusão é sujeito a fiscalização pelo órgão de fiscalização das sociedades intervenientes, bem como também por um revisor oficial de contas ou por uma sociedade de revisores oficiais de contas independente em relação às sociedades intervenientes.

Nos termos do número 6 do artigo 99º do CSC e com a reforma de 2006, o Código prevê a possibilidade de dispensa do exame do projeto de fusão pelo perito independente, desde que todos os sócios estejam de acordo com a dispensa mencionada.

Seguidamente emerge o registo do projeto e anúncios aos sócios e credores sociais e convocatórias das Assembleias Gerais. Aqui o registo do projeto de fusão é obrigatório, sendo que o registo é feito por depósito, por oposição ao registo feito por transcrição. Com a reforma de 2006, houve a eliminação da obrigatoriedade de publicação dos anúncios aos sócios e aos credores sociais. Assim da convocatória para a assembleia geral deve constar a menção de que o projeto de fusão e documentação anexa podem ser consultados na sede de cada sociedade, pelos sócios e credores sociais, quais as datas designadas para a assembleia geral e que os credores sociais se podem opor à fusão, nos termos previstos no artigo 101º-A do CSC.

Em quarto lugar, importa ter em conta as deliberações das Assembleias Gerais de aprovação da fusão. Quando ocorre reunião da assembleia geral, a administração começa por declarar expressamente se desde a elaboração do

projeto de fusão houve mudança relevante nos elementos de facto em que ela se baseou e, no caso afirmativo, quais as alterações no projeto que se tornam necessárias. Esta declaração prévia da administração é fulcral para a deliberação dos sócios sobre a fusão. Deve tratar-se de uma declaração justificativa das alterações relevantes e, caso assim seja, das conseqüentes alterações de que o projeto de fusão deveria ser alvo. Salvo disposição especial dos estatutos, a deliberação de fusão é tomada nos termos previstos para a alteração do contrato de sociedade – artigo 383º do CSC.

Seguidamente surge a outorga do ato que formaliza a fusão, sendo que atualmente já não se exige que o ato que formalizada a fusão seja realizado por escritura pública.

Por último, deve ocorrer o registo da fusão, que é feito por transcrição nos termos do artigo 53º do Código do Registo Comercial e da alínea m) do artigo 10º do Regulamento do Registo Comercial. A inscrição da fusão no registo comercial deverá ser requerida por qualquer dos administradores das sociedades participantes na fusão ou da nova sociedade, nos termos e para os efeitos do artigo 111º do CSC.

5. A fusão nas sociedades abertas

No caso das sociedades abertas, as fusões poderão ter sempre especialidades ou, melhor dizendo, algumas especificidades.

Relativamente a este ponto, apenas pretendemos fazer uma pequena nota porque julgamos necessário realçar algumas destas características no âmbito da fusão destas sociedades.

Desde logo, deverá atender-se à qualificação como sociedade aberta da incorporante de sociedade aberta presente no artigo 13º, nº1, alínea e) CdVM.

Mais dever-se-á ainda considerar a derrogação de lançamento de OPA obrigatória a que é feita referência no artigo 189º CdVM, nomeadamente, nos termos da alínea c) do nº1.

Contudo, de acordo com o artigo 134º CdVM existe ainda uma isenção da obrigação de divulgação de prospeto, ou seja, a realização de qualquer oferta pública relativa a valores mobiliários deve ser precedida de divulgação de um prospeto, excetuam-se quando, por exemplo, as ofertas de valores mobiliários a atribuir, por ocasião de uma fusão ou cisão, desde que esteja disponível, com pelo menos 15 dias de antecedência em relação à data da assembleia geral, um documento com informações consideradas pela CMVM equivalentes às de um prospeto.

**CAPÍTULO III - OFERTAS PÚBLICAS, EM ESPECIAL AS OFERTAS
PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO**

1. Conceito e Modalidades

Falar em Ofertas Públicas implica, antes de mais, recorrer ao conceito normativo que a estabeleceu.

Considera-se Oferta Pública o elencado no artigo 109º do CdVM²¹: “1 - Considera-se pública a oferta relativa a valores mobiliários dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados. 2 - A indeterminação dos destinatários não é prejudicada pela circunstância de a oferta se realizar através de múltiplas comunicações padronizadas, ainda que endereçadas a destinatários individualmente identificados. 3 - Considera-se também pública: a) A oferta dirigida à generalidade dos acionistas de sociedade aberta, ainda que o respetivo capital social esteja representado por ações nominativas; b) A oferta que, no todo ou em parte, seja precedida ou acompanhada de prospeção ou de recolha de intenções de investimento junto de destinatários indeterminados ou de promoção publicitária; c) A oferta dirigida a, pelo menos, 150 pessoas que sejam investidores não qualificados com residência ou estabelecimento em Portugal.”

Mas falar em ofertas públicas impõe necessariamente fazer-se uma breve distinção com as ofertas particulares.

Esta segunda modalidade de ofertas consiste em ofertas que são dirigidas apenas a investidores qualificados ou que são dirigidas por sociedades fechadas à generalidade dos seus acionistas, exceto se houver recurso a prospeção, recolha de intenções de investimento ou publicidade, *cf.* dispõe o art. 110º/1/ al. b do CdVM.

Uma oferta particular consubstancia uma relação onde estão envolvidas duas ou mais partes determinadas, não se justificando a imposição de condições destinadas a tutelar interesses da mesma forma que tal é exigido quando do lado do potencial vendedor estiver um conjunto indeterminado de acionistas da emitente.

Isto implica necessariamente que as ofertas públicas se distingam das ofertas particulares, uma vez que implicam a prestação de informação num formato padronizado e obviamente estão sujeitas a registo na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Contudo, e porque as Ofertas Públicas de Aquisição assumem especial importância na realização da presente dissertação, centremo-nos neste assunto.

Assim sendo, a Oferta Pública de Aquisição – abreviadamente OPA – é assim uma *“proposta dirigida ao público tendo em vista a aquisição de valores mobiliários, através de um processo estabelecido por lei”*.²²

As ofertas públicas de aquisição visam assim decisões de desinvestimento, uma vez que invocam a uma decisão de alienação de valores mobiliários.

O atual código consagra um princípio de liberdade do objeto das Ofertas Públicas concorrentes, de acordo com o art. 173º, nº3, ou seja, de acordo com este artigo, a OPA pode ser dirigida em relação a qualquer valor mobiliário.

O processo das Ofertas Públicas de Aquisição está pensado na sua maioria para a aquisição de valores mobiliários com interferência no domínio. Por isso, o artigo acabado de narrar esclarece que existe um conjunto de normas que não se aplicam a OPA sem interferência do controlo da sociedade (anúncio preliminar, deveres de informação sobre transações efetuadas, deveres do emitente, oferta concorrente e OPA obrigatória).

Nas palavras de HUGO MOREDO SANTOS, *salvo se o respetivo objeto for insuficiente para o efeito, a oferta pública de aquisição constitui um instrumento votado à aquisição do controlo sobre uma sociedade aberta, pois permite dirigir uma proposta de aquisição de valores mobiliários a um amplo conjunto de destinatários, a um preço fixo e durante um determinado período de tempo. A oferta pública de aquisição configura, assim, um mecanismo mediante o qual o oferente se dirige à massa acionista “através de uma única operação, expedita e transparente.”*²³

²² De acordo com Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª Edição, Almedina, 2011, p. 571.

²³ Cfr. Hugo Moredo Santos, *Ofertas Concorrentes*, Coimbra Editora, 2008, p. 16.

Contudo, falar-se em OPA implica necessariamente recorrer-se também à realidade económica e financeira, uma vez que este tipo de ofertas tem sido cada vez mais analisado sobre este prisma, dado ao facto de estas operações condicionarem ou poderem vir a condicionar não só o desempenho das empresas envolvidas como também o sector onde estas se inserem.

Notícias têm sido lançadas mencionando expressamente que *“As empresas resultantes de um processo de concentração criam condições para tomar determinados comportamentos tendentes a controlar o preço e, por isso, a demonstrar níveis de desempenho superiores à soma dos desempenhos individuais antes da concentração.”*²⁴

Existem assim estratégias subjacentes às OPA como, por exemplo, a eficiência de mercado – elemento-chave para que ocorram este tipo de operações.

A título de exemplo, quando as cotações não refletirem corretamente o valor da empresa, podem estar assim reunidas condições para que as aquisições das empresas possam vir a ocorrer, desde que suportadas pela existência de estabilidade política.

A não verificação de um mercado eficiente pode assim estar na origem de que uma empresa lance uma OPA sobre outra empresa. O oferente realiza assim uma proposta de aquisição porque reconhece que a empresa X se encontra subavaliada pelo mercado.

Mas este pode não ser o único fator. Repare-se na possibilidade de se detetarem ineficiências na gestão dos fatores produtivos, dada a tecnologia existente, elevados passivos intangíveis ocultos que podem vir a ser eliminados futuramente.

Pode acontecer também que *“os acionistas da empresa oferente identifiquem custos de agência elevados, na medida em que os gestores da empresa alvo promovem os interesses pessoais em detrimento dos interesses da empresa”*.²⁵

²⁴ Cláudia Teixeira Lopes, Helena Santos de Oliveira e Carlos Alberto da Silva e Cunha, in “O jogo das estratégias nas OPA – caso Sonae/ Portugal Telecom”.

²⁵ No mesmo sentido da referência anterior.

Contudo, mesmo perante um mercado eficiente, podem existir operações de aquisição se forem detetadas sinergias que podem ser identificadas em seis áreas da empresa, nomeadamente: financeira, distribuição, operacional, marketing, estratégica ou fiscal.

Mais, importa ainda mencionar que a OPA pode ser resultado pura e simplesmente de uma intenção de aumentar o poder de mercado, onde podem vir a estar em causa potenciais ganhos de eficiência na utilização de fatores produtivos, mas também, em alguns casos, podem vir a surgir eventuais manipulações de preços, originando perdas de eficiência social.

“As ofertas públicas de aquisição consubstanciam assim uma proposta cujo declaratório é o público, revestindo, nessa medida, três características específicas: indeterminação pessoal do destinatário; fungibilidade da pessoa do futuro ou futuros contraentes e utilização de um anúncio público como meio de difusão”²⁶.

No âmbito de uma OPA é relevante referenciar aqui que podem existir casos de responsabilidade civil, desde logo: a responsabilidade pelo prospeto, uma vez que o regime dos artigos 149º e ss é igualmente aplicável no âmbito da OPA, a responsabilidade pelo não lançamento de oferta pública de aquisição obrigatória, prevista no artigo 193º e, ainda - e sobre a qual se tecerão alguns comentários por revestirem especial importância para esta dissertação – a responsabilidade do oferente, no caso de lançamento de uma oferta pública de aquisição exclusivamente com o objetivo de limitar os poderes da sociedade visada, a que é feita referência no artigo 182º, nº 5. Se durante o período em que decorre uma oferta que contenha mais de um terço dos valores mobiliários da respetiva categoria, a administração da sociedade visada fica com os seus poderes de gestão limitados (artigo 182º, nº1), sendo que o nº5º do art. 182º determina que *“o oferente é responsável pelos danos causados por decisão de*

²⁶ Hugo Moredo Santos, ob. citada, Parte III “As ofertas concorrentes no Direito Português Actual”, p. 61

*lançamento de oferta pública de aquisição tomada com o objetivo principal de colocar a sociedade visada na situação prevista neste artigo”.*²⁷

A responsabilidade que está aqui em causa está naturalmente relacionada com a tentativa de impedir o lançamento de uma oferta pública de aquisição com o fim principal de prejudicar a gestão da sociedade visada. Em termos de enquadramento desta responsabilidade civil, apesar de alguns autores, nomeadamente JORGE BRITO PEREIRA, salientarem as dificuldades práticas da aplicação do artigo 334º CC – cláusula geral do abuso de direito - por ser de difícil prova demonstrar que o oferente tinha um objetivo principal abusivo, a verdade é que esta parece ser a mais adequada, na medida em que inclui aqui também outras posições jurídicas como a autonomia privada.

Efetivamente, no âmbito do artigo 182º, nº 5 está em causa o exercício de uma posição jurídica, ou seja, a liberdade de lançamento da oferta pública de aquisição, que, apesar de legalmente permitido, não se pode considerar legítimo em virtude de estar a ser exercido em termos disfuncionais àquele para que foi concebido.

A sociedade visada adquire, assim, em consequência desse exercício disfuncional o direito a uma indemnização que tem por base os danos decorrentes da perturbação da sua gestão causada pelo lançamento dessa oferta, abrangendo assim danos patrimoniais puros, como, aliás, é permitido nesta variante de ilicitude.

Este tópico existe porque existe uma *agregação* ao regime jurídico da oferta pública de aquisição de várias questões dogmáticas analisadas na teoria geral da responsabilidade civil.

²⁷ Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, A responsabilidade civil no âmbito da OPA, in Direito dos Valores Mobiliários Volume IV, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, Maio 2003, p. 124.

2. Parte histórica

A realização de uma dissertação que implique o recurso à análise da OPA não pode deixar de ter uma referência histórica e legislativa a este aspeto. Contudo, para esta referência não ser demasiada exaustiva, procurar-se-á, ao máximo, realizar apenas uma breve cronologia legislativa.

Centrando a análise no direito português, existem várias reformas legislativas a que este instituto jurídico tem vindo a estar sujeito.

Repare-se que tudo começou com o DL n.º 429/83 de 13 de Dezembro, onde as ofertas lançadas do estrangeiro sobre ações emitidas por sociedades com sede em Portugal dependiam de autorização ministerial.

O tema foi posteriormente desenvolvido na versão originária do Código das Sociedades Comerciais datada de 1986, consagrando regras processuais sobre as ofertas.

Posteriormente, com o surgimento do Código do Mercado dos Valores Mobiliários, aprovado pelo DL n.º 142-A/91, de 10 de abril, passou a existir uma fase marcada por uma coexistência problemática entre regimes societário e mobiliário sobre a matéria.

Este código sofreu uma importante revisão introduzida pelo DL n.º 261/95 de 3 de Outubro, que revogou o regime constante do Código das Sociedades Comerciais.

Mas, como estávamos perante uma grande complexidade normativa relativamente a este tema, emergia a necessidade de uma revisão a fundo ao regime da OPA. Neste sentido, surge o regime das ofertas públicas de aquisição constante do Código dos Valores Mobiliários aprovado pelo DL n.º 486/99 de 13 de Novembro. Com grande impacto neste regime, há que mencionar a transposição de alguns textos comunitários para o ordenamento jurídico interno – a Diretiva das Ofertas Públicas de Aquisição (Diretiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril), a Diretiva da Transparência (Diretiva n.º 2004/109/CE, do Parlamento e do Conselho, de 15 de Dezembro) e a

sua Diretiva de execução (Diretiva nº 2007/14/CE da Comissão, de 8 de Março de 2007). Para o Direito português, a transposição do primeiro diploma europeu foi efetuada através de modificações introduzidas no CdVM, nomeadamente, pelo DL n.º 219/2006 de 2 de Novembro.

3. Importância da Oferta Pública de Aquisição

Nas palavras de JOÃO CUNHA VAZ, as Ofertas Públicas de Aquisição constituem atualmente um “*instrumento adequado para a concentração e reestruturação empresarial indispensáveis para uma competitividade internacional eficaz*”, se tivermos em consideração os resultados especiais dentro da União Europeia.²⁸

Primeiro que tudo, pode retirar-se que existe um relevo prático que esta figura jurídica assume enquanto *instrumento de concentração e de aquisição de controlo societário*.

Do ponto de vista dos investidores, a OPA pode representar uma técnica atrativa, pois representa uma alternativa à operação de *ramassage*, ou seja, à aquisição sistemática em bolsa de ações da sociedade visada.

*Tendo em conta o “divórcio” entre a propriedade e o controlo de uma sociedade, o mercado do controlo societário (market for corporate control) exerce, recorrendo à figura da OPA, um duplo efeito positivo: proporciona uma valorização das ações, bem como pune as administrações ineficientes.*²⁹

Importa assim salientar que *a OPA tem um papel fulcral no mercado de controlo societário*,³⁰ o qual relaciona o valor de mercado das ações de uma sociedade e o valor do seu ativo.

²⁸ João Cunha Vaz, *As OPA na União Europeia face ao novo Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2000.

²⁹ Conforme menciona João Cunha Vaz.

³⁰ Neste sentido, João Cunha Vaz, ob. citada, p. 23, onde o autor salienta que: “*Uma administração que não maximize o retorno aos acionistas da sociedade verá esta situação refletida no preço mais baixo das suas ações. À medida que o seu valor de mercado cai em relação ao valor do ativo líquido, poderá tornar-se vantajoso para um terceiro adquirir essas ações e, através desta aquisição, conseguir o*

*“A OPA serve fundamentalmente, do ponto de vista económico, o propósito de obter ou reforçar o controlo de sociedades de capitais, criando, assim um verdadeiro mercado de sociedades, onde o que interessa é, basicamente, a conquista do poder decisório”.*³¹

Conforme salienta JOÃO CUNHA VAZ, a OPA é efetivamente um instrumento privilegiado na criação e desenvolvimento de um mercado para o controlo de sociedades.

Falar em OPA implica também explicar que esta reveste um papel fundamental na salvaguarda dos interesses dos acionistas, na medida em que proporcionem um tratamento equitativo.³²

Em síntese, a OPA permite aos acionistas da visada realizar um lucro financeiro, sem prejuízo da sua igualdade de tratamento. Permite ainda à visada empreender um rápido processo de reestruturação, facilitando o crescimento externo do oferente e contribuindo para animar e dinamizar o mercado de capitais.

No entanto, nem tudo são pontos positivos. Repare-se que o equilíbrio de poderes que existe dentro da sociedade pode ser alterado em relação ao novo grupo de controlo, uma vez que a OPA pode suscitar a desorganização das empresas e *“fomentar a adoção, pelos órgãos de administração, de políticas de curto prazo”*³³.

controlo da sociedade. Em consequência, o mesmo mercado funciona como um limite que impede as administrações de desviarem retornos dos acionistas, fazendo com que os interesses da administração e dos acionistas se aproximem.”

³¹ Sinde Monteiro e Almeno de Sá *“Do combate a uma Opa em curso”*, in RJUM, nº1, 1998, p. 410.

³² Cfr. João Cunha Vaz, ob citada, todos os titulares de ações têm a possibilidade de venda. Passam a ser a ter a possibilidade de criar uma mais-valia – *“prémio de controlo”*, que nas palavras deste autor representa *o fruto do valor pago pelo oferente para adquirir o controlo.*

³³ Nas palavras de João Cunha Vaz *“uma vez que a sua atenção estará concentrada nos potenciais invasores”*.

4. O processo da OFERTA, em especial, alguns procedimentos da OPA

O processo da oferta pública em geral envolve um conjunto de *etapas fundamentais*³⁴.

A primeira fase é, obviamente, preparatória e está relacionada com um processo de *rastreio informativo*³⁵, isto é, *due diligence* realizada por intermediários financeiros, auditores e advogados. É uma fase importante sobretudo porque existe a procura de informações relevantes sobre o emitente para a posterior elaboração do prospeto, por exemplo. A tomada de decisão pelos destinatários da oferta assume aqui um especial papel para percebermos a relevância desta primeira etapa.

Em segundo lugar, surge a *deliberação da oferta*, isto é, a *decisão de lançamento da oferta tomada pela entidade oferente, através dos órgãos competentes*³⁶. Tratando-se de uma OPA, e se qualificarmos a decisão de lançamento de uma OPA como um ato de gestão, a competência para a tomada desta decisão fica a cargo do órgão de administração.

Em terceiro lugar, podemos evidenciar o momento da aprovação do prospeto ou do registo prévio na CMVM. Nesta etapa é alvo de apreciação o conteúdo da oferta e a validade das cláusulas que fazem parte da proposta contratual apresentada.

Em quarto lugar, surge a possibilidade de emergirem as aceitações da oferta, pelo que estas aceitações são transmitidas recorrendo-se a ordens dirigidas a um intermediário financeiro. Acresce ainda que nesta fase existem duas peças fulcrais: o anúncio de lançamento e o prospeto.

Em quinto lugar, urge falar-se aqui da *fase de apuramento de resultados*³⁷ e de *execução da oferta*. Aqui importa salientar que, conforme referido por

³⁴ Recorrendo à terminologia usada por Paulo Câmara, in Manual de Direito dos Valores Mobiliários, página 559.

³⁵ No mesmo sentido da referência anterior.

³⁶ Conforme Paulo Câmara, ob. citada, p. 559.

³⁷ De acordo com o exposto no artigo 127º / nº 1 do CdVM, este “*passo*” é desempenhado por um intermediário financeiro ou pela entidade gestora, que têm a competência para concentrar as declarações de aceitação ou em mercado.

PAULO CÂMARA, apurados os resultados e, na condição de não existirem vicissitudes da oferta que possam vir a colocar em causa a sua eficácia, vão assim formar-se os contratos de investimento relativos aos valores mobiliários.³⁸

Mas é importante esclarecer aqui, que existem desvios ao processo que acima referido, dependendo do regime específico para cada tipo de oferta pública que esteja em causa.

Exemplificando: na OPA existe, por exemplo, uma particularidade na fase inicial, ou seja, a partir do momento em que é tomada a decisão da oferta deve ser publicado o anúncio preliminar. Isto implica que *entre a deliberação de lançamento da oferta e o registo da OPA*,³⁹ se imponha a publicação de um documento que identifique todos os elementos essenciais da proposta a apresentar posteriormente. Estes elementos poderão ser alterados, mas desde que as alterações realizadas sejam mais favoráveis para os destinatários até ao anúncio de lançamento.

Neste sentido, importa realçar que o processo da OPA reveste uma complexidade variável. Este inicia-se com a divulgação do anúncio preliminar, que serve de comunicado urgente a condensar os aspetos principais da proposta de aquisição. Depois surge o relatório preparado pelos membros do órgão de administração da sociedade visada, elaborado perante os projetos de prospeto e de anúncio de lançamento. Para o início do período da oferta é necessário o registo na CMVM, seguindo-se a divulgação do anúncio de lançamento e do prospeto.

Como já foi *supra* referido, *durante o período da oferta, os destinatários transmitem as ordens de alienação aos respetivos intermediários financeiros.*⁴⁰

³⁸ Cfr. Paulo Câmara, especial relevância é aqui assumida pela contraposição entre oferta de valores mobiliários e a comum proposta dirigida ao público. Nesta os contratos vão-se formando consoante se registam aceitações. Ao invés, na oferta pública que respeita a valores mobiliários são simultaneamente formados os contratos em relação a todos os aceitantes.

³⁹ De acordo com Paulo Câmara, ob. citada.

⁴⁰ Cfr. Paulo Câmara, ob. citada, p. 576.

O processo termina com o apuramento e a divulgação dos resultados. No entanto, podem ocorrer eventuais fases processuais, podendo ainda existir vicissitudes processuais.

**CAPÍTULO IV - UMA FUSÃO NA PENDÊNCIA DE UMA OFERTA
PÚBLICA DE AQUISIÇÃO**

1. O Parecer da CMVM, o regime das Ofertas Concorrentes e o surgimento do tema controvertido

Na elaboração da presente dissertação, analisou-se especificamente um problema que pode emergir quando estas duas figuras jurídicas - Fusão e OPA - se cruzam, nomeadamente e tendo em consideração um parecer já tomado pela CMVM que tem por referência a questão das ofertas concorrentes e a aplicação do artigo 185º CdVM.

Repare-se que dispõe o nº 1 do artigo 185º do CdVM *“a partir da publicação do anúncio preliminar de oferta pública de aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, qualquer outra oferta pública de aquisição de valores mobiliários da mesma categoria só pode ser realizada através de oferta concorrente lançada nos termos do presente artigo.”*

O enunciado deste artigo permite-nos a extração de uma espécie de “fórmula”, contudo dúvidas têm sido lançadas em torno da forma como este artigo é aplicado.

Antes de mais, associado a este artigo é possível constatar de imediato, nas palavras de PAULO CÂMARA, a seguinte conclusão – entendimento este que subscrevemos: a lei estatuiu com este artigo um ónus – *“a intenção de consumir o lançamento de uma oferta pública, havendo uma OPA precedente sobre valores mobiliários da mesma categoria, deve forçosamente implicar o lançamento de OPA concorrente.”*⁴¹

Sendo que o *supra* referido artigo 185º CdVM estatui expressamente que qualquer outra oferta pública de aquisição apresentada após a publicação do anúncio preliminar de outra oferta pública de aquisição sobre os mesmos valores mobiliários, ou seja, sobre os valores mobiliários da mesma categoria, terá necessariamente de ser qualificada como oferta pública concorrente.

⁴¹ Cfr. Paulo Câmara, ob citada, p. 601.

Assim, à primeira vista, o conceito de oferta pública e o seu regime não parece valer para outros processos em que a sociedade visada esteja eventualmente envolvida, mesmo que ambos sejam tendentes à tomada de controlo da sociedade envolvida. Nestes casos, referimo-nos a uma oferta particular, processos de reestruturação societário como é o caso das fusões ou processos de alienação de ativos – mesmo que conducentes a uma alteração ou aquisição de domínio, aquisições em mercado (artigo 111º nº1, al. d) e 180º CdVM), processos de integração empresarial.

Assim sendo, não poderá ser qualquer operação que venha a ter impacto nos valores mobiliários objeto de uma Oferta Pública de Aquisição que poderá ser qualificada como Oferta Pública concorrente.

Mas importa ter em consideração que a disciplina das Ofertas Públicas de Aquisição Concorrentes *centra a sua teleologia na proteção dos acionistas da sociedade visada e não na proteção do oferente inicial*⁴².

Uma nota igualmente importante é que *"as ofertas concorrentes devem ocorrer num ambiente de concorrência leal. Para tal, a oferta concorrente não deve ser realizada com algumas condições diferentes da oferta inicial, nomeadamente no que diz respeito à quantidade de valores mobiliários sobre os quais incide. Em defesa de um ambiente de lealdade entre ofertas, a oferta concorrente não deve incidir sobre uma quantidade de valores inferior à oferta inicial. Se assim fosse abrir-se-ia espaço a uma concorrência desleal entre propostas, uma vez que seria fácil ao segundo oferente oferecer um preço mais elevado em relação ao primeiro oferente por um número menor de valores mobiliários. Neste caso, o oferente poderia também sujeitar os investidores a condições mais desfavoráveis de rateio."*⁴³

Contudo, apesar de estas duas figuras jurídicas se encontrarem consagradas em código diferentes, a verdade é que, para a CMVM, a Fusão foi aqui entendida, para efeitos do artigo 185º, como uma Oferta Pública de

⁴² Cfr. Paulo Câmara, ob. citada, p. 604.

⁴³ Cfr. mencionada Jorge Alves Morais e Joana Matos Lima, *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, Quid Juris Sociedade Editora, 2015., p. 297

Aquisição. O que nos fará obrigatoriamente questionar se para efeitos deste artigo os institutos jurídicos são entendidos como iguais, o que acontecerá para todos os outros aspetos? Esta questão será analisada de seguida, uma vez que a presente dissertação procurará expor pontos de contacto e diferenças entre os dois regimes.

Contudo, antes de partirmos para essa “distinção ilustrativa”, teremos obrigatoriamente de mencionar o caso sobre o qual a CMVM tomou tal parecer.

Neste sentido, estamos perante o caso da Cimpor e a decisão da CMVM com base em poderes discricionários.

No decorrer de uma Oferta Pública de Aquisição à CIMPOR, existiu uma proposta de fusão com a sociedade visada apresentada por uma terceira sociedade – a Camargo Corrêa.

Perante a proposta de fusão que ocorreu, a sociedade oferente invocou que a proposta de fusão discriminava os acionistas e criava condições assimétricas entre as duas propostas (OPA da CSN e Fusão da Camargo Corrêa).

A CSN alertou ainda que a primeira proposta apresentada - a OPA - se destinava a obter o controlo da sociedade em condições mais favoráveis do que as que seriam impostas a um oferente concorrente, em contradição com o regime das Ofertas Públicas de Aquisição.

No seguimento do *supra* referido, a 16 de Janeiro de 2010, a CMVM realizou um comunicado, no qual informou que havia notificado a Camargo Corrêa do início de procedimento administrativo com vista a que esta sociedade conformasse/ajustasse a sua proposta de fusão ao regime das ofertas concorrentes ou a retirasse, e se abstivesse de a publicar ou divulgar e de praticar quaisquer atos com ela relacionados.

Neste sentido, houve aqui uma tentativa de aplicação do art. 185º CdVM, pelo que urge falar e analisar o conceito de ofertas concorrentes.

Contudo, analisar em que consistem as ofertas concorrentes implica, antes demais, começar por explicar alguns conceitos que lhe estão inerentes. Repare-se que nas palavras de HUGO MOREDO SANTOS, quando estamos perante uma

concorrência entre ofertas, os seus efeitos vão ter repercussões em vários agentes do mercado, como por exemplo, no oferente inicial, no oferente concorrente e nos destinatários da oferta. Importa aqui não esquecer que os interesses das partes *supra* referidas serão na sua maioria das vezes “conflitantes”.

A existência de uma disciplina reservada às ofertas públicas de aquisição concorrentes deve-se sobretudo a dois objetivos principais na opinião de PAULO CÂMARA: “*o primeiro é o de assegurar que a rivalidade de ofertas se manifeste respeito dos imperativos de transparência, acautelando-se nomeadamente a igualdade de tratamento dos compradores e visando assegurar a todos os potenciais interessados condições equivalentes para a aquisição de valores mobiliários emitidos pela sociedade visada, em condições justas e equitativas, implementando o denominado level playing field rule. Paralelamente, pretende-se também que cada nova oferta apresentada em concorrência traduza uma melhoria dos termos da oferta do ponto de vista dos interesses dos seus destinatários – o que confere à apresentação de ofertas concorrentes uma proximidade com a estrutura de uma aquisição através de leilão público. A partir desta dupla justificação do regime de ofertas concorrentes, pode reconhecer-se que este é um dos mais importantes alicerces do mercado de controlo societário.*”⁴⁴

À partida a primeira comparação que faríamos implicaria dizer que uma oferta posterior concorre com a primeira oferta apenas porque incide sobre valores mobiliários da mesma categoria que os que são objeto desta, ou seja, bastava a existência de vários interessados na aquisição dos mesmos valores mobiliários para haver concorrência entre ofertas.

De acordo com HUGO MOREDO SANTOS⁴⁵, a mera disputa entre “*os oferentes pela aquisição dos mesmos valores mobiliários não evidencia, por si só, a concorrência entre as respetivas ofertas. Tem que existir para além de uma*

⁴⁴ Cfr. menciona Paulo Câmara, ob. citada, pp. 599 - 600.

⁴⁵ Cfr. menciona Hugo Moredo Santos, *Ofertas Concorrentes*, Coimbra Editoria, 2008.

identidade qualitativa dos valores mobiliários e da simultaneidade dos períodos de aceitação das ofertas em causa, uma identidade qualitativa entre as próprias ofertas ao nível dos meios (“qualquer outra oferta pública de aquisição”).”

2. Pontos de contacto e principais diferenças entre Fusões e Ofertas Públicas de Aquisição

Nas palavras de Paulo Câmara e Miguel Brito Bastos, a fusão e a OPA assumem-se como dois paradigmas distintos em termos aquisitivos.⁴⁶

Quando foram explicitadas algumas das características da Ofertas Públicas nos pontos acima abordados, foi referido que estas eram pautadas pelo princípio de liberdade de objeto. Contudo, esta matéria tem “*umbilicavelmente uma ligação ao controlo de sociedades emitentes de ações*”⁴⁷. As Ofertas Públicas de Aquisição podem assim configurar-se como técnicas de concentração do controlo nas mãos do oferente.

Mas não são só as Ofertas Públicas de Aquisição que podem configurar-se como estas técnicas.

O legislador português regulou também outras possíveis técnicas de concentração de empresas, tal como a celebração do contrato de grupo⁴⁸, o processo conducente à perda de qualidade de sociedade de subscrição pública,⁴⁹ a aquisição tendente ao domínio total⁵⁰ e, a qual assume principal importante no âmbito desta dissertação, a fusão entre sociedades.

A fusão surge aqui porque corresponde a um “*mecanismo de legitimação decisória entre os órgãos sociais e os sócios das sociedades envolvidos*”⁵¹.

⁴⁶ Paulo Câmara e Miguel Brito Bastos, *O direito de aquisição de empresas: uma introdução*, p. 54.

⁴⁷ De acordo com a designação dada por Paulo Câmara, no Manual de Direito dos Valores Mobiliários, p. 572.

⁴⁸ Artigos 492º e 493º ss CSC - Contrato de grupo paritário e contrato de subordinação.

⁴⁹ Artigos 27º a 29º do CdVM.

⁵⁰ Artigos 194º a 197º CdVM.

⁵¹ *Cfr.* Paulo Câmara, Manual dos Valores Mobiliários, p. 572.

É importante reter aqui, uma vez mais, que a aprovação do projeto de fusão, pelos órgãos de administração das sociedades que sejam objeto da fusão e também pelas assembleias gerais das sociedades que serão integradas na fusão, assume sempre uma especial relevância.

Contudo, o melindre envolvido na partilha de poder societário e a eventualidade de ocorrerem impugnações das deliberações sociais por parte dos sócios discordantes constituem aspetos que caracterizam os processos de fusão.

A OPA distingue-se de outros meios de concentração empresarial, como a fusão ou cisão (quando a parte cindida é incorporada numa sociedade existente) ou a transmissão de ativos sociais. Isto porque, enquanto nestas operações de concentração os mecanismos societários de integração são ativados e dirigidos pelos administradores no uso dos seus poderes discricionários de gestão e administração, na OPA a aquisição ou transmissão do controlo é ativada e dirigida pelo interessado (acionista ou terceiro) no controlo que dirige a operação aos acionistas, os quais terão a decisão direta sobre a operação, não havendo necessidade de qualquer intervenção do órgão da administração.

Em contraste com o carácter orgânico e interno dos mecanismos de fusão, que resulta da sujeição a um conjunto de procedimentos societários que envolvem os distintos órgãos sociais e em que se manifesta a sua tradicional divisão de funções, a OPA caracteriza-se precisamente pelo facto de se resolver de forma direta entre o adquirente e os acionistas para autorizar a cessão do controlo da sociedade, faz um apelo direto aos acionistas como únicos legitimados para autorizar a cessão do controlo da sociedade, dispensando a atuação ou parecer dos administradores.⁵²

Para alguns autores, o conceito de mercado de controlo societário exige precisamente um mecanismo que vise permitir ao adquirente interessado no controlo dirigir-se diretamente aos acionistas sem existir necessidade de qualquer atuação dos administradores, na medida em que estes quererão evitar a todo o custo a alteração do controlo porque sabem que serão substituídos na

⁵² Manuel Requicha Ferreira, Mecanismos “Facilitadores” da Cessão de Controlo de Sociedades Cotadas, p. 37.

administração da sociedade por gestores mais competentes que retirarão o valor potencial da sociedade que este na base do interesse pelo seu controlo.

Contudo, já do lado da OPA, esta técnica de concentração empresarial institui um *tratamento paritário entre os destinatários*⁵³ e representa um fator de eficiência.

Neste sentido, a decisão – que é tomada pelos titulares de um órgão de administração – de dispersão do capital significará obrigatoriamente uma maior vulnerabilidade relativamente a tomadas hostis, que pode inclusivamente “*desalojar estas mesmas pessoas das suas funções, por funcionamento do jogo livre do mercado*”.⁵⁴

Importa pois tecer uma análise, em termos estruturais, a duas especialidades do regime aquisitivo em função da técnica de aquisição.⁵⁵

O primeiro aspeto de diferenciação reside no objetivo que cada instituto visa prosseguir. A predominância de PME em Portugal e as intervenções legislativas mais recentes têm contribuído para destacar e vincar a importância em estimular os processos de fusão. As fusões são instrumentos que visam criar empresas com maior dimensão, mais competitivas e mais robustas nos mercados em que se inserem.

Na fusão há assim um processo de concentração de recursos financeiros, humanos e técnicos e de recondução de diversos acervos patrimoniais a uma só pessoa coletiva.⁵⁶

Por sua vez, a Oferta Pública de Aquisição faz emergir um processo de transferência de riqueza.

Mas as diferenças entre fusões e ofertas públicas de aquisição não ficam por aqui e são facilmente identificáveis.

Desde logo, a fusão depende da aprovação por parte do órgão de administração da sociedade incorporada.

⁵³ Cfr. Paulo Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, p. 573.

⁵⁴ Cfr. Paulo Câmara, Ob. citada, p. 574

⁵⁵ Paulo Câmara e Miguel Brito Bastos, *O direito de aquisição de empresas: uma introdução*, p. 54.

⁵⁶ Cfr. Luca Enriques, *Mercado del Controllo Societario e Tutela degli Investitori*, Bologna, 2002, p. 192.

Já do lado da OPA, a aquisição de um bloco de ações só é possível, se em causa estiver a obtenção do controlo sobre a sociedade, com acordo do atual controlador.⁵⁷

Mas repare-se que numa OPA o objetivo pretendido assenta na compra de ações mediante uma contrapartida em dinheiro, ao passo que numa fusão, o objeto é adquirir ações, oferecendo como contrapartida ações de que se é titular. Desta breve enunciação poderíamos configurar o princípio básico de que uma fusão não se apresenta como uma oferta de aquisição.

Contudo, este argumento poderá cair facilmente ao observamos a exceção prevista no nº 5 do artigo 97º do CSC “*Além das partes, ações ou quotas da sociedade incorporante ou da nova sociedade referida no número anterior, podem ser atribuídas aos sócios da sociedade incorporada ou das sociedades fundidas quantias em dinheiro que não excedam 10% do valor nominal das participações que lhes forem atribuídas*”

Repare-se que a fusão costuma ocorrer quando as empresas envolvidas nesta operação – e que normalmente têm semelhantes estruturas – se combinam entre si através da permuta de ações, resultando daí uma outra sociedade. Ocorre assim, por exemplo, quando se unem duas ou mais empresas que deixam de existir legalmente para formar uma terceira.

Por sua vez, a aquisição, em especial a OPA, por exemplo, ocorre quando existe a compra do controlo societário de uma sociedade por outra, determinando o desaparecimento legal da sociedade comprada, implicando um grau elevado de investimento e de controlo, além de um processo de integração um pouco mais complexo.

Repare-se que inerente às fusões não podemos deixar de considerar uma das principais características dos seus regimes: o direito à exoneração na fusão de sociedades.

⁵⁷ Repare-se que a fusão reveste a natureza de um negócio social. Característica que não pertence à OPA. A OPA permite lançar uma oferta dirigida aos pequenos acionistas dispersos, aos destinatários de participações qualificadas e aos detentores do controlo sobre a sociedade, cfr. é defendido por autores como Hugo Moredo Santos e François Malan.

Quando falamos em direito de exoneração, falamos na situação em que o sócio exerce o seu voto contra um determinado projeto de fusão, vindo a si atribuído o direito de se exonerar – artigo 105º, nº1 do CSC.

Começemos por qualificar o que é exonerar. Se recorrermos aos artigos 1002º e 1006º/1 do CC podemos constatar que implica uma saída. Mas, se cruzarmos esta informação com o exposto no Código das Sociedades Comerciais, nomeadamente, nos seus artigos 3º/ 6, 45º/ 1, 161º/ 5, 185º, 229º/1 e 240º, podemos constatar que se trata de uma saída voluntária de um sócio da sociedade onde estava inserido, perdendo voluntariamente a qualidade de sócio.

Assim, de acordo com RAÚL VENTURA, falar em direito de exoneração implica enquadrá-lo no âmbito de um direito potestativo.

De acordo com ALFREDO LEITE RIBEIRO, na tutela do sócio minoritário em sede de fusão existe um duplo efeito a ter em conta: o primeiro surge quando o sócio exerce o seu direito de voto contra o projeto de fusão; o segundo ocorre na hipótese de o sócio aprovar a aquisição da sua participação social pela sociedade.⁵⁸

O artigo 105º do CSC - sob a epígrafe direito de exoneração dos sócios – contém uma importante questão que consiste em determinar a possibilidade de a lei ou o contrato de sociedade do qual resultou a fusão, lei essa que confere ao sócio, com a verificação de determinadas condições, o seu direito de exoneração.

De acordo com JORGE COUTINHO DE ABREU, o sócio que tenha obtido o seu direito de exoneração retém uma contrapartida pelo facto de ver excluída a sua participação social, a qual é paga pela sociedade.⁵⁹

Nas palavras de ALFREDO LEITE RIBEIRO, existe assim um “*único objetivo: o sócio manifesta a sua saída da sociedade, e restitui o investimento já efetuado*”.

Nas sociedades anónimas, e de acordo com o disposto no artigo 103º, nº2

⁵⁸ Alfredo Hugo Pinheiro de Sousa Leite Ribeiro, A tutela dos direitos dos sócios em sede de fusão das sociedades comerciais, p. 15 e 16.

⁵⁹ Jorge Manuel Coutinho de Abreu, Curso de direito comercial, Vol. II, Das sociedades, Almedina, Coimbra, 2002, p. 415.

do CSC, a fusão apenas poder ser registada depois de obtido o consentimento dos sócios prejudicados, logo que atente contra os direitos especiais, dos quais sejam titulares alguns sócios. Neste sentido, sem a existência de consentimento a fusão não pode ser finalizada, pelo que a violação acarretará a recusa do registo da fusão.

Se recorrermos ao direito comparado, podemos constatar que no direito norte-americano, ao direito de exoneração – *appraisal right* – está imanente a concessão de contrapartida conferida ao sócio que perdeu o seu direito de veto. Os sócios maioritários podem prosseguir a sua escolha, apesar de ao sócio minoritário ser garantido o direito de sair da sociedade, sendo reembolsado pelo valor das suas ações.

Já no direito brasileiro, o chamado direito de retirada reside nas sociedades em nome coletivo e em comandita simples e está consagrado nos artigos 1029º, 1040º e 1046º Código Civil Brasileiro.

Neste sentido, dispõe o artigo 105º do CSC que “*se a lei ou o contrato de sociedade atribuir ao sócio que tenha votado contra o projeto de fusão o direito de se exonerar, pode o sócio exigir, no prazo de um mês a contar da data da deliberação, que a sociedade adquira ou faça adquirir a sua participação social.*”

Assim sendo, vem o nº 4 do artigo 116º do CSC prever um aspeto fundamental para o caso dos sócios minoritários, ou seja, os sócios que sejam detentores de 10% ou menos do capital social da sociedade incorporada, que tenham votado contra o projeto de fusão em assembleia convocada nos termos da alínea d) do nº 3 do artigo 116º, podem exonerar-se da sociedade.

Por seu turno, do lado da Oferta Pública de Aquisição existe uma característica / um aspeto peculiar que não existe para o caso de Fusão, e que importa aqui tecer alguns comentários - o dever de Gestão na Oferta Pública de Aquisição.

Isto significa que, no decurso de uma OPA, os membros do órgão de administração têm que respeitar determinados deveres específicos a que estão adstritos.

De acordo com o artigo 182º/1 CdVM está expressamente mencionado um dever⁶⁰ - o dever de gestão corrente. Os membros do órgão de administração estão pois condicionados e vinculados na sua tarefa de administrar pela imposição de se cingir a uma gestão corrente aquando o decurso de uma OPA.

Mais, para respeitar a igualdade de tratamento entre investidores e para que sejam evitadas assimetrias de informação, está vedada a utilização de informação privilegiada, em particular na pendência de uma OPA, nomeadamente no que respeita à informação a transmitir a potenciais oferentes concorrentes.

Pelo que, se existem elementos sensíveis que a administração visada tenha intenção dar a conhecer a potenciais oferentes, estes elementos devem ser primeiramente tornados públicos – tudo de acordo com os artigos 185º/7 e 378º do CdVM.

Acresce ainda que se encontram dependentes do respeito pelo princípio de igualdade de tratamento dos acionistas quando em causa estejam decisões que possam afetar diferentes grupos de acionistas.

O respeito por todos deve prevalecer mesmo que alguns dos membros possam ser nomeados por determinados acionistas.

Este princípio vem assim ter a sua maior expressão na necessidade que há de proteger os acionistas minoritários quando estão na presença de acionistas dominantes.

Estes membros são chamados a apreciar e tomar decisões sobre os negócios da sociedade de uma forma neutra e objetiva. Nas palavras de JOÃO CUNHA VAZ *“Os membros daquele órgão devem ser capazes de exercer um*

⁶⁰ Nas palavras de João Cunha Vaz, trata-se de um *“dever bem mais restrito que o mencionado dever típico de administrar”*.

juízo objetivo sobre os negócios da sociedade, devendo para tal ser independentes em relação à gestão”⁶¹.

Podemos então questionar o significado desta independência a que se refere JOÃO CUNHA VAZ. Refere-se à necessidade que o órgão seja composto por um “*número determinado de membros não executivos independentes em relação aos gestores, sendo a sua objetividade e independência, no modelo de governo clássico (“monista”), reforçada pela separação das funções de presidente da comissão executiva e de presidente do conselho de administração, contribuindo, deste modo, para um equilíbrio adequado dos poderes, aumentando a responsabilização e melhorando a independência dos membros do órgão de administração.*”⁶²

Assim se conclui pela diferença evidente de regimes das duas figuras aqui em análise, que nos permite questionar o porquê de apenas para efeitos do CdVM estes dois institutos serem considerados idênticos.

3. Da problemática - Análise e apreciação crítica

A principal problemática aqui em análise está relacionada com a forma como o artigo das Ofertas Concorrentes é aplicado, nomeadamente, quando a Fusão é enquadrada no âmbito deste preceito legal.

Relativamente ao tema em discussão, a Doutrina tem-se posicionado de duas formas.

Recorrendo a uma interpretação extensiva da letra da lei, considerando que a expressão “*qualquer outra oferta pública de aquisição*” enquadra aqui a fusão para efeitos da aplicação do regime das ofertas concorrentes.

Contudo, existe também uma interpretação restritiva da letra da lei, a qual interpreta que apenas as ofertas públicas de aquisição entram neste regime, não

⁶¹ João Cunha Vaz, A OPA e o Controlo Societário – A Regra de Não Frustração, Almedina, p. 133

⁶² Cfr. João Cunha Vaz, ob. citada, p. 133.

havendo espaço aqui para configurar uma fusão ou qualquer outro instituto para efeitos de aplicação do regime das ofertas concorrentes.

Neste sentido, falar em interpretação jurídica e aplicação das leis implica necessariamente explorar alguns conceitos.

Desde logo, a interpretação restritiva, nas palavras de Francesco Ferrara, “*aplica-se quando se reconhece que o legislador, posto se tenha exprimido em forma genérica e ampla, todavia quis referir-se a uma classe especial de relações*”⁶³.

Por sua vez, a interpretação extensiva visa corrigir uma formulação demasiado estreita. Na verdade, as omissões no texto legal nem sempre significam estarmos perante uma *exclusão deliberada*, podendo ao invés tratar-se de um silêncio involuntário, *por imprecisão de linguagem*. Nas palavras de FRANCESCO FERRARA, “*o legislador, exprimindo o seu pensamento, introduz um elemento que designa espécie, quando queria aludir ao género, ou formula para um caso singular um conceito que deve valer para toda a categoria.*”⁶⁴

Contudo, parece existir uma clara e manifesta evidência de que efetivamente os dois institutos jurídicos - Fusões e Ofertas Públicas de Aquisição - são tratados pela lei e pela Doutrina como institutos diferentes. Repare-se que, para além do acima mencionado, os institutos estão autonomamente consagrados, por exemplo.

Se se encontram disciplinados em códigos diferentes e se ambos apresentam características tão particulares/próprias e, por conseguinte, tão diferentes, pode não ser facilmente compreensível a interpretação extensiva do artigo *supra* referido, interpretação essa feita pela CMVM.

⁶³ Cfr. Francesco Ferrara, *Interpretação e Aplicação das Leis*, 3ª edição, Arménio Amado – Editor, Sucessor, Coimbra, 1978, p. 149. No mesmo sentido, dispõe Francesco Ferrara que a interpretação restritiva tem lugar em várias situações. Desde logo, se o texto poderá contradizer outro texto de lei, quando este primeiro seja entendido no modo tão geral como está redigido; se a lei contém uma contradição íntima ou se o princípio - aplicado sem restrições - ultrapassa o fim para que foi ordenado.

⁶⁴ Cfr. Francesco Ferrara, ob. citada, p. 150.

Face a tal factualidade, antes de mais, questiona-se se a Fusão poderá ser entendida como uma forma de alteração de controlo societário.

Creemos que a resposta a esta questão será positiva, repare-se que o controlo de uma sociedade aberta pode ser obtido através de diversas formas, sendo a Oferta Pública de Aquisição e a Fusão duas formas para alcançar esse fim.

Mais, repare-se que o enunciado legislativo reserva o qualitativo de concorrente para o caso da Oferta Pública de Aquisição que concorra com outra Oferta Pública de Aquisição, não o estendendo a outros processos em que a sociedade visada possa estar envolvida, como seja ofertas particulares, processos de reestruturação, entre outros.

Por esses e outros motivos, a posição tomada pela CMVM é passível de ser contraditada.

De entre estes, destacam-se alguns que levantam questões, nomeadamente: a proposta de fusão, *apesar de firme e vinculativa*⁶⁵, ficaria sempre sujeita à aprovação das respetivas Assembleias Gerais, situação que tal como em caso de OPA ficaria condicionada à aceitação dos acionistas.

Mas também não poderemos esquecer-nos que existe um interesse que pertence às partes e que julgamos não dever ser contrariado – o interesse da liberdade contratual.⁶⁶ Quer isto dizer que podem e foram levantadas dúvidas quanto à legitimidade da CMVM para impedir que um projeto de fusão fosse submetido à Assembleia Geral para ser aprovado ou para que prosseguisse.

No entanto, na opinião de JOÃO CUNHA VAZ, a decisão da CMVM foi tomada de forma adequada, “*em nome do princípio da igualdade de tratamento entre (potenciais) oferentes e de oportunidade entre os acionistas destinatários das ofertas concorrentes.*”⁶⁷.

⁶⁵ Palavras utilizadas por JOÃO CUNHA VAZ, A OPA e o Controlo Societário – A regra da Não Frustração, pp. 250 – 254.

⁶⁶ Palavras utilizada por JOÃO CUNHA VAZ, ob. citada, pp. 250 – 254

⁶⁷ Palavras utilizada por JOÃO CUNHA VAZ, ob. citada, pp. 250 – 254

Contudo, diga-se que a disciplina das Ofertas Públicas de Aquisição concorrentes centra a sua teleologia na proteção dos acionistas da sociedade visada, e não na proteção do oferente inicial, como já anteriormente mencionado.

O regime das ofertas concorrentes obriga a uma melhoria dos termos de cada nova oferta, impondo, além disso, uma relevância da melhoria introduzida – medida quantitativamente, quando referente à contrapartida.

No seguimento desta decisão emerge aqui outra questão pertinente, a qual a CMVM alerta e procura chamar a atenção, mencionando *os deveres na OPA*, isto é, a administração da sociedade visada não pode facultar informação privilegiada, designadamente a potenciais oferentes concorrentes.

Mais, repare-se que não é menos verdade que, enquanto uma instituição está sob a pendência de uma OPA, não pode esta mesma sociedade tomar decisões quanto à fusão, uma vez que tem os seus poderes limitados à gestão corrente. Assim, os interesses a proteger/protegidos na pendência de uma OPA assumem aqui uma especial particularidade e relevância, tendo em consideração o disposto no artigo 182º CdVM⁶⁸).

Ainda assim, a presente dissertação visa alertar que a tomada de decisão e a forma como é interpretada a lei terá que ser realizada casuisticamente.

Neste sentido, a configuração do artigo 185º do CdVM apresenta especiais características que deverão ser analisadas e quiçá revistas. A começar pela clara menção às Ofertas Públicas de Aquisição, não fazendo qualquer referência às Fusões, o que traz de imediato dúvidas quanto à sua forma de aplicação.

⁶⁸ Artigo 182.º com a epígrafe “*Limitação dos poderes da sociedade visada*” menciona expressamente que “*A partir do momento em que tome conhecimento da decisão de lançamento de oferta pública de aquisição que incida sobre mais de um terço dos valores mobiliários da respetiva categoria e até ao apuramento do resultado ou até à cessação, em momento anterior, do respetivo processo, o órgão de administração da sociedade visada não pode praticar 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.*” Repare-se que o oferente tem aqui uma responsabilidade que lhe é imputada “*O oferente é responsável pelos danos causados por decisão de lançamento de oferta pública de aquisição tomada com o objetivo principal de colocar a sociedade visada na situação prevista neste artigo.*”

Contudo, “*o regime previsto neste artigo não é aplicável a ofertas públicas de aquisição dirigidas por sociedades oferentes que não estejam sujeitas às mesmas regras ou que sejam dominadas por sociedade que não se sujeite às mesmas regras.*”

Para evitar dúvidas interpretativas, poderia ponderar-se uma alteração legislativa passando o nº 1 do artigo 185º CdVM a mencionar “qualquer outra posição de tomada de controlo” ao invés de “qualquer outra oferta pública de aquisição” (sublinhado nosso).

A ora proposta redação está relacionada com a necessidade de evitar dúvidas interpretativas e possibilitar que fiquem abrangidas pela letra da lei outras formas de alteração de controlo societário.

Para além disso, existe um tema que poderá ser a pedra de toque para a análise desta temática, ou seja, a consideração da publicação do anúncio preliminar, uma vez que este poderá não ser o momento ideal e suficiente para a qualificação de oferta concorrente, ou mesmo, poderá não ser a designação mais correta.

Aqui, não poderá negar-se que a escolha do momento talvez não seja o que mais claramente salvaguarde os interesses das partes envolvidas em processos como a Fusão.

Também HUGO MOREDO SANTOS considera que talvez a publicação do anúncio preliminar poderá não ser suficiente para que se considere uma OPA posterior uma OPA concorrente, pois aquela pode não vir a ser registada ou lançada, mesmo após a publicação do anúncio.

Repara-se que para uma oferta seja qualificada como concorrente, existem pelo menos três requisitos que devem estar cumpridos: ser uma oferta pública, a oferta concorrente incidir sobre valores mobiliários que, no todo ou em parte, serem objeto de uma oferta inicial e a oferta concorrente ter que ser lançada durante o período de aceitação da oferta inicial, até ao quinto dia anterior àquele em que o termine o prazo da oferta inicial.

Como já anteriormente mencionado, não se verifica uma situação de concorrência pelo simples facto de uma oferta subsequente não ser pública mas sim privada, uma vez que há a exigência de igualdade de meios.

Mas, em termos de pressupostos, a qualificação de uma oferta subsequente como oferta concorrente está dependente da verificação de um pressuposto muito

importante – a manifestação de interesse, ou seja, uma vontade aquisitiva comum a uma pluralidade de oferentes.⁶⁹

O CdVM escolheu assim a data da publicação do anúncio preliminar da oferta inicial como o momento decisivo para que a outra oferta tenha que estar condicionada ao regime das ofertas concorrentes. Este foi o momento escolhido atendendo às consequências relativas à prática daquele ato, uma vez que ocorre assim uma materialização do dever de tornar imediatamente pública a decisão de lançar uma oferta. Ademais, a publicação do anúncio preliminar poderá ser encarada como um contributo para o cumprimento de deveres de informação como o esclarecimento das decisões de investimento e a formação regular dos preços em mercado.

Contudo, e salvo melhor opinião, talvez fosse interessante ainda ponderar que fossem tidos e considerados outros momentos, quiçá mais relevantes para determinar uma oferta concorrente, como por exemplo, a data de lançamento da oferta, a data da concessão do registo ou a data do pedido de registo.

Assim sendo, conceber o momento “*a partir da publicação do anúncio preliminar de oferta pública de aquisição*” como o que determina automaticamente como concorrente uma outra oferta, pura e simplesmente, porque existiu uma OPA anunciada em momento anterior, também é passível de críticas.

Mas, antes de terminar, há ainda um aspeto que deverá ser salientado. Repare-se que poderá ocorrer um desvirtuamento dos fins inerentes aos mercados financeiros quando uma sociedade – por exemplo, a sociedade C - lance uma OPA com o exclusivo fim de, tendo já prévio conhecimento de que se encontravam em negociações as sociedades A e B com vista à celebração de uma Fusão, obrigando assim a sociedade B a submeter-se ao regime das ofertas concorrentes para obtenção de controlo societário.

Neste sentido, apenas uma análise casuística de cada operação financeira poderá evitar que ocorram desvirtuamentos do sistema.

⁶⁹ Hugo Moredo Santos, ob. citada, p. 47.

Ante o *supra* exposto, é facto notório que urge assim disciplinar de uma forma mais clara o que poderá ocorrer no caso de fusões em sociedades cotadas.

CONCLUSÃO

Na presente dissertação, foram abordados dois institutos jurídicos que revestem uma especial importância prática para o direito societário e financeiro, com especial atenção para a tentativa de configuração do instituto das fusões como forma de alteração de controlo de sociedades cotadas.

Neste sentido, foi iniciada a presente análise com conceitos base que serviram de ponto de partida para a abordagem das principais questões no âmbito da elaboração da presente dissertação, tais como sociedades cotadas.

Após o *supra* referido, foi criado um capítulo dedicado à breve exposição das fusões e das Ofertas Públicas de Aquisição, nomeadamente, o conceito, a sua parte histórica, entre outros aspetos essenciais para melhor compreensão das temáticas.

Seguidamente, analisaram-se diversos pontos de contacto/principais divergências dos regimes, passando posteriormente para a análise do caso da Cimpor.

Se é certo que existe uma decisão da CMVM sobre este tema, procurou-se “esmiuçar” a questão e lançar interrogações que julgamos serem fulcrais para a análise e discussão da presente temática no nosso ordenamento jurídico.

Fusões e Ofertas Públicas de Aquisição são institutos jurídicos tão dissimilares, com uma imensidade de aspetos tão diferentes, mas que ao mesmo tempo podem ser institutos que chocam entre si, se repararmos na comparabilidade existente para efeitos de aplicação do CdVM, nomeadamente, para efeitos da aplicação do artigo 185º / nº 1 do CdVM na decisão tomada pela CMVM.

Concluimos, da análise que fizemos, que ainda existe um longo “caminho pela frente”, e que urge discutir e legislar de outra forma esta temática para que dúvidas não restem.

Com esta dissertação, esperamos ter contribuído para a análise das Alterações de Controlo Societário.

No fundo, não basta pensar nas Ofertas Públicas de Aquisição como uma forma de alteração. Também as fusões apresentam características e têm finalidades que podem contribuir para que exista uma configuração de alteração de controlo sociedade nesses termos.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial, Das Sociedades, Vol. II*, 5.^a Edição, Almedina;

ABREU, J. M. Coutinho de e Rui Pereira Dias, *Sociedades Fechadas*, in *Direito das Sociedades em Revista Ano 7 – Volume 13*, Almedina, 2015;

ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Abertas*, in *Direito dos Valores Mobiliários – Volume VI*, Coimbra Editora, 2006;

ANTUNES, José Engrácia, *A igualdade de tratamento dos acionistas na OPA*, in *Direito das Sociedades em Revista Ano 2 – Volume 2*, Almedina, 2010;

ANTUNES, José Engrácia, *Controlo da Concentração de empresa e grupos de sociedades*, in *Revista de concorrência e regulação*, Coimbra;

BETTENCOURT, Jacinto Moniz, *Cash-out Mergers in Portuguese Companies Law*, Atualidad jurídica Uría Menéndez, Madrid.

BOTELHO, Gustavo de Sousa, *O direito de exoneração do acionista minoritário – A saída da sociedade aberta após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas*, Lisboa, 2014;

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2^a Edição, Almedina, 2011;

CÂMARA, Paulo, *O dever de lançamento de Oferta Pública de Aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários - Volume II*, Coimbra Editora, 2000;

CÂMARA, Paulo e Miguel Brito Bastos, *O direito da aquisição de empresas: uma introdução*, in Paulo Câmara (coord.), *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011;

CARREIRO, Sofia, *A Fusão*, in Paulo Câmara (coord.), *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 2011;

CORDEIRO, Antonio Menezes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, 2009;

CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª edição, Almedina, 2012;

CHEFFINS, Brian R., *Merger and Corporate Ownership Structure: The United States and Germany at the Turn of the 20th Century* in *The American Journal of Comparative Law*;

DINIS, Sérgio Bastardinho de Mesquita, *OPA – A regra da Não Frustração*, Universidade Católica do Porto, Porto;

ENRIQUES, Luca, *Mercato del Controllo Societario e Tutela degli Investitori*, Bologna, 2002;

FERRARA, Francesco, *Interpretação e Aplicação das Leis*, 3ª edição, Arménio Amado – Editor, Sucessor, Coimbra, 1978;

FERREIRA, Manuel Requicha, *Mecanismos “facilitadores” da cessação de controlo de sociedades cotadas*, Faculdade de Direito, 2011;

GASPAR, Guilherme Garrido, *A tutela dos Acionistas Minoritários na Fusão de Sociedades Anónimas*, RDS, ano IV, 2012;

GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais – A posição jurídica dos sócios e a delimitação do statuo viae*, Almedina;

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *A responsabilidade civil no âmbito da OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários Volume IV*, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, Maio 2003;

MAGALHÃES, Pedro Alexandre Mota, *O papel dos administradores quando a sociedade que administram é alvo de uma OPA*, Porto, 2012;

MARQUES, Elda, *Fusão de Sociedades*, in *Código das Sociedades Comerciais em comentário – Volume II*, Almedina, 2011;

MONTEIRO, Sinde e Almeno de Sá *Do combate a uma Opa em curso*, in *RJUM*, nº1, 1998;

MORAIS, Jorge Alves e Joana Matos Lima, *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, Quid Juris Sociedade Editora, 2015;

PEREIRA, Jorge Brito, *A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários - Volume II*, Coimbra Editora, 2000;

PEREIRA, Jorge Brito, *A OPA obrigatória*, Almedina, 1998;

RIBEIRO, Alfredo Hugo Pinheiro de Sousa Leite, *A tutela dos direitos dos sócios em sede de fusão das sociedades comerciais*, Porto, 2012;

RODRÍGUEZ, Julio Pardo, *Las Fusiones transfronterizas em el proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Atualidade jurídica Uría Menéndez, Madrid;

RUSSO, Fábio Castro, *Fusão e Cisão de Sociedades (Portugal)*, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Almedina, 2012;

SANTO, João Espírito, *O sistema “societário norte-americano*, in *Direito das Sociedades em Revista Ano 7 – Volume 13*, Almedina, 2015;

SANTOS, Hugo Moredo, *Ofertas Concorrentes*, Coimbra Editoria, 2008;

SILVA, Paula Costa e, *Sociedade Aberta, domínio e influência dominante*, in *Direito dos Valores Mobiliários – Volume VIII*, Coimbra Editora, 2008;

TAVARES, Diogo, *Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA*, in *Direito das Sociedades em Revista Ano 7 – Volume 13*, Almedina, 2015;

VASCONCELES, Pedro Pais de, *Concertação de Acionistas, Exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*, in *Direito das Sociedades em Revista Ano 2 – Volume 2*, Almedina, 2010;

VENTURA, Raúl, *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina;

VAZ, João Cunha, *As OPA na União Europeia face ao novo Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2000;

VAZ, João Cunha, *A OPA e o Controlo Societário – A Regra de Não Frustração*, Almedina, 2013;

REFERÊNCIAS LEGISLATIVAS

Código Civil, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 47344/66, de 25 de Novembro, com as alterações introduzidas pela Lei n.º 24/2017, de 24 de Maio;

Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 02 de Setembro;

Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro.

SITES CONSULTADOS

DUARTE, Rui Pinto, *Fusões & Aquisições*, p. http://www.fd.lisboa.ucp.pt/resources/documents/GEFAP/FichasDisciplinas/2016_2017/Empresarial_FusoesAquisicoes.pdf

(acesso efetuado a 05 de Fevereiro de 2018).

LOPES, Cláudia Teixeira, Helena Santos de Oliveira e Carlos Alberto da Silva e Cunha, *O jogo das estratégias nas OPA – caso Sonae/ Portugal Telecom*, p. https://www.occ.pt/downloads/files/1149771911_paginas48-57.pdf

(acesso efetuado a 07 de Fevereiro de 2018).

Comunicado da CMVM, *CMVM Notifica Camargo Corrêa*, p.

<http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20100116m.aspx>

(acesso efetuado a 04 de Janeiro de 2018).

Publicação da CMVM, *Ofertas Públicas*, p.

www.cmvm.pt/pt/.../Documents/6bba54a20a87489f88fb880fcbdf26e2guia_op.pdf

(acesso efetuado a 30 de Março de 2018).

*Publicação da CMVM, Recomendações da CMVM sobre o Governo das
Sociedades Cotadas*, p.

http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digoGoverno%20das%20Sociedades/AnexosGovSoc/Pages/99_intro.aspx

(acesso efetuado a 07 de Fevereiro de 2018).

ÍNDICE

AGRADECIMENTOS	4
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	5
RESUMO	6
ABSTRACT	7
INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO I - NOÇÕES, PARTE HISTÓRICA E IMPACTO ECONÓMICO	11
CAPÍTULO II - FUSÃO	18
1. CONCEITO E MODALIDADES	19
2. PARTE HISTÓRICA	22
3. IMPORTÂNCIA DA FUSÃO E EFEITOS	22
4. PROCEDIMENTOS DA FUSÃO	23
5. A FUSÃO NAS SOCIEDADES ABERTAS	25
CAPÍTULO III - OFERTAS PÚBLICAS, EM ESPECIAL AS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO	27
1. CONCEITO E MODALIDADES	28
2. PARTE HISTÓRICA	33
3. IMPORTÂNCIA DA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO	34
4. O PROCESSO DA OFERTA, EM ESPECIAL, ALGUNS PROCEDIMENTOS DA OPA	36
CAPÍTULO IV - UMA FUSÃO NA PENDÊNCIA DE UMA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO	39
1. O PARECER DA CMVM, O REGIME DAS OFERTAS CONCORRENTES E O SURGIMENTO DO TEMA CONTROVERTIDO	40
2. PONTOS DE CONTACTO E PRINCIPAIS DIFERENÇAS ENTRE FUSÕES E OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO	44
3. DA PROBLEMÁTICA - ANÁLISE E APRECIACÃO CRÍTICA	51
CONCLUSÃO	58
BIBLIOGRAFIA	60
REFERÊNCIAS LEGISLATIVAS	64
SITES CONSULTADOS	64
ÍNDICE	66