



**OPA obrigatória no direito português.  
Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento**

## OPA obrigatória no direito português.

### Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento\*

*Carlos Ferreira de Almeida\*\**

Sumário: I. *Pressupostos do dever* 1. Imputação dos direitos de voto 2. Fundamentos do dever de lançamento de OPA 3. Alteração do domínio efetivo e outros elementos teleológicos 4. Limites quantitativos 5. Derrogação e suspensão do dever II. *Efeitos civis do incumprimento do dever* 1. Nota comparativa 2. Inibição de direitos 3. Responsabilidade civil 4. Qualificação do dever 5. Inadmissibilidade de execução específica e de sanção pecuniária compulsória

“OPA obrigatória” significa oferta pública de aquisição de valores mobiliários emitidos por uma sociedade aberta, que foi ou deva ser lançada em cumprimento de um dever legal. Esse dever está regulado pelos artigos 187º a 193º do Código dos Valores Mobiliários<sup>1</sup>, conjugados com os artigos 108º e seguintes (sobre ofertas públicas), 173º e seguintes (sobre ofertas públicas de aquisição<sup>2</sup>) e 13º e seguintes (sobre sociedades abertas ao investimento do público<sup>3</sup>).

---

\* O artigo que se segue corresponde, com adaptações e atualizações, à lição que, em 26 de fevereiro de 2013, proferi no curso de pós-graduação promovido pelo Instituto dos Valores Mobiliários. Tem servido também em aulas sobre Sociedades Abertas do *Master in Law and Management*, promovido pelas Faculdades de Direito e de Economia da Universidade Nova de Lisboa.

\*\* Professor Catedrático Jubilado da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa.

<sup>1</sup> Todas as disposições legais a seguir citadas sem outra indicação pertencem a este Código.

<sup>2</sup> Bibliografia publicada em Portugal: RAÚL VENTURA, *Ofertas públicas de aquisição e de venda de valores mobiliários*, Estudos vários sobre sociedades anónimas, Coimbra, 1992, p. 103 ss; J. NUNES PEREIRA, *O regime jurídico das ofertas públicas de aquisição no recente Código do Mercado de Valores Mobiliários: principais desenvolvimentos e inovações*, Revista da Banca, nº 18, 1991, p. 35 ss; K. J. HOPT, *A harmonização do regime das ofertas públicas de*

O presente artigo trata apenas de duas questões: os pressupostos do dever de lançamento e os efeitos civis do incumprimento desse dever. De fora ficam outros tópicos, tais como o âmbito objetivo do dever de lançamento (artigo 187º, nº 1, 2ª parte) e a determinação da contrapartida mínima (artigo 188º).

I

*Pressupostos do dever*

Dispõe o artigo 187º, nº 1:

“Aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, diretamente ou nos termos do nº 1 do artigo 20º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição”.

1. *Imputação dos direitos de voto*

1.1. *Critérios de imputação*

---

*aquisição na Europa*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. V, Coimbra, 2004, p. 215 ss; D. MOURA VICENTE, *Ofertas públicas de aquisição internacionais*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. VII, 2007, p. 465 ss.

<sup>3</sup> Sociedade aberta é um conceito que foi criado por Henri Bergson e desenvolvido por Karl Popper, comportando o sentido de sociedade tolerante, não-autoritária, transparente e flexível. Na linguagem jurídica, surgiu primeiro no Brasil (empresa, companhia, sociedade de capital aberto ou sociedade aberta), sob influência do conceito anglo-saxónico de *public company*, e daí passou para o direito português. Bibliografia portuguesa geral: A. PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades abertas*, Direito dos Valores Mobiliários, VI, 2006, p. 9 ss; PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., Coimbra, 2011, p. 495 ss.

O cálculo dos direitos de voto faz-se por aplicação dos critérios de imputação constantes dos artigos 20º a 21-Aº<sup>4</sup>. O princípio que está subjacente ao cômputo dos votos para este efeito é o poder efetivo de voto ou a influência decisiva no sentido de voto, seja ou não o voto exercido formalmente pela pessoa a quem é imputado.

A *imputação direta* é mencionada no proémio do nº 1 do artigo 20º – titularidade ou usufruto –, porque estas situações jurídicas ativas conferem geralmente todos os direitos inerentes à ação, incluindo o direito de voto.

A *imputação indireta* – cujos critérios são taxativos e portanto insuscetíveis de aplicação analógica, sem excluir a interpretação extensiva baseada nos cânones geralmente aceites – tem vários fundamentos que se podem sistematizar e agrupar do seguinte modo:

#### 1º Fundamentos relacionais societários

– Direitos de voto detidos por sociedade que com o (possível) oferente<sup>5</sup> esteja em relação de domínio ou de grupo (artigos 20º, nº 1, alínea b), e 21º).

Em comparação com o artigo 486º do Código das Sociedades Comerciais, a imputação faz-se pela maioria dos votos, não da participação no capital, e os critérios de influência dominante são alargados, na medida em que, no CVM, não se exclui o domínio por pessoas físicas e por pessoas jurídicas com sede no estrangeiro. Para o grupo (de direito) devem ser tomadas em consideração as disposições dos artigos 492º

---

<sup>4</sup> Bibliografia sobre estes preceitos, além da que é adiante citada: J. SOARES DA SILVA, *Algumas observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no código dos valores mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 26, 2007, p. 47 ss; J. MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Lisboa, 2010; ID., *Ib.*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 26, 2007, p. 59 ss; P. COSTA E SILVA, *Organismos de investimento colectivo e imputação de direitos de voto*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 26, 2007, p. 70 ss.

<sup>5</sup> Por simplificação, usar-se-á a palavra “oferente” para designar a pessoa em relação à qual os votos são imputados para o efeito de verificar se está sujeita ao dever de lançamento de OPA.

e seguintes do Código das Sociedades Comerciais sobre sociedades em relação de grupo paritário e em relação de subordinação<sup>6</sup>.

– Direitos de voto detidos por titulares de órgãos de administração e de fiscalização da sociedade oferente (artigo 20º, nº 1, alínea d). A imputação explica-se pela presunção de relações de influência interativa entre tais pessoas e a sociedade.

2º Fundamentos contratuais (quanto à titularidade de ações que conferem direito de voto)

– Direitos de voto detidos por outrem por conta do oferente (nº 1, alínea a), por efeito contratual já verificado, v. g. quando o oferente seja mandante e o titular formal mandatário, em mandato sem representação, ou o oferente seja beneficiário de *trust* (fidúcia<sup>7</sup>), sendo titular formal o fiduciário<sup>8</sup>, ou em outros casos de interposição de pessoas, por efeito, designadamente, de simulação absoluta.

– Direitos de voto detidos por quem, pelo efeito conjugado de um contrato e do exercício de direito potestativo, tenha o poder de adquirir ações da sociedade visada (nº 1, alínea e), como sucede, por exemplo, com o promitente-comprador, o comprador sob condição suspensiva ou com reserva de propriedade para o vendedor,

<sup>6</sup> Cfr. J. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades. Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*, 2ª ed., Coimbra, 2002.

<sup>7</sup> Cfr. ANDRÉ FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros. Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*, Coimbra, 2012, esp. p. 95 ss, 506 ss.

<sup>8</sup> Designadamente um intermediário financeiro em sistemas, ou em relação a contas, de titularidade indireta de valores mobiliários, em que o cliente tem poder efetivo de determinar o sentido de voto, como implicitamente se reconhece no artigo 23º-C, nº 6, apesar de o direito português adotar basicamente um sistema de titularidade direta; ver, a propósito, ANDRÉ FIGUEIREDO, *Titularidade indireta de ações e exercício de direitos de voto*, Revista de Direito das Sociedades, 2012, nº 3, p. 517 ss, e o meu artigo *Registo de valores mobiliários*, Direito dos Valores Mobiliários, VI, 2006, p. 51 ss (p. 55 ss).

o titular de opção de compra ou de preferência, o vendedor em venda a retro, o reportado em contrato de reporte, o credor da restituição de empréstimo<sup>9</sup>.

– Direitos de voto detidos por quem tenha celebrado acordo com o oferente, seja para a aquisição ou a manutenção do domínio sobre a sociedade visada seja para frustrar a alteração de domínio ou, de outro modo, concertar a influência sobre a sociedade visada (n<sup>os</sup> 1, alínea h), 4 e 5).

### 3<sup>o</sup> Fundamentos contratuais (apenas quanto ao exercício do voto)

– Direitos de voto detidos por outros subscritores de acordos parassociais<sup>10</sup> com vista ao exercício de direito de voto (sindicatos de voto); cfr. artigo 19<sup>o</sup>, n<sup>o</sup> 1, alínea c), do CVM e artigo 17<sup>o</sup> do Código das Sociedades Comerciais.

– Direitos de voto detidos por pessoas a quem tenha sido atribuído o direito de voto na qualidade de garante, depositário ou administrador de ações (n<sup>o</sup> 1, alínea f).

– Direitos de voto discricionário atribuídos pelo titular ao oferente (n<sup>o</sup> 1, alínea g), v. g. através de procuração.

---

<sup>9</sup> Sobre alguns destes contratos, cfr. os meus livros *Contratos II. Conteúdo. Contratos de troca*, 3<sup>a</sup> ed., Coimbra, 2012 (empréstimo, p. 134, opção, p. 136) e *Contratos III. Contratos de liberalidade, de cooperação e de risco*, Coimbra, 2012 (venda a retro e reporte, p. 185 ss).

<sup>10</sup> RAÚL VENTURA, *Acordos de voto: algumas questões depois do Código das Sociedades Comerciais*, Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas, Coimbra, 1992, p. 7 ss; M. LEITE SANTOS, *Contratos parassociais e acordos de voto nas sociedades anónimas*, Lisboa, 1996; M. GRAÇA TRIGO, *Os acordos parassociais sobre o exercício do direito de voto*, Lisboa, 1998; ID., *Acordos Parassociais*, Problemas do Direito das Sociedades, Coimbra, 2002, p. 169 ss; J. MAGALHÃES CORREIA, *Notas breves sobre o regime dos acordos parassociais nas sociedades cotadas*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n<sup>o</sup> 15, 2002, p. 91 ss; ANA FILIPA LEAL, *Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito português*, Revista de Direito das Sociedades, 2009, n<sup>o</sup> 1, p. 135 ss.

#### 4º Imputação combinada

Nos termos do nº 1, alínea i), a imputação de votos pode resultar da aplicação combinada de dois critérios. A título de exemplo, os votos inerentes às ações detidas por conta do administrador são imputados à sociedade (por imputação combinada dos critérios das alíneas a) e d); os votos inerentes às ações detidos por conta da sociedade dominada são imputados à sociedade dominante (por imputação combinada dos critérios das alíneas a) e b).

#### 1.2. Resultados da aplicação

Para cada potencial oferente, os resultados de cada um dos critérios de imputação indireta somam-se entre si e com o resultado da imputação direta, mas a sobreposição de critérios não permite obviamente a imputação cumulativa de direitos de votos atribuídos pelas mesmas ações à mesma pessoa.

A imputação a uma pessoa pode ser exclusiva (por exemplo, a imputação ao usufrutuário exclui a imputação ao titular na nua propriedade, a imputação ao depositário exclui a imputação ao depositante) ou cumulativa (dupla imputação a pessoas diferentes, o que se verifica certamente nos casos em que a imputação tem como fonte a contitularidade, um acordo parassocial ou a imputação em cadeia a entidades dominantes). Como da aplicação de critérios diferentes pode resultar a imputação dos mesmos direitos de voto a pessoas diferentes, o somatório das imputações pode ultrapassar 100% dos direitos de voto possíveis.

Mas a perspetiva deve ser dinâmica, diferenciando a imputação para efeito de cumprimento dos deveres de comunicação (artigo 16º) e para efeito de OPA obrigatória. A imputação *prima facie* não impede necessariamente, para efeitos de OPA obrigatória, a faculdade de ilidir a presunção através da demonstração de que o

fator de imputação, considerado em abstrato, não confere, em concreto, efetivo poder, de direito ou de facto, no exercício do voto, nem possibilidade de o influenciar.

Na delimitação do dever de lançamento de OPA geral e dos seus pressupostos, o intérprete e o aplicador do direito não devem pois aceitar acriticamente os critérios de imputação<sup>11</sup>, podendo interrogar-se sobre as finalidades do dever de lançamento e em especial por que razão direitos de voto são imputados a quem não é titular de ações<sup>12</sup>.

Talvez seja excessivo sustentar que as regras sobre o dever de lançamento de OPA geral devem ser interpretadas de modo restritivo em função do elemento teleológico, porque originam intromissão da lei na autonomia privada<sup>13</sup>. Seguro é, pelo menos, que não existe no sistema jurídico qualquer princípio de *in dubio pro opa*<sup>14</sup> e que a interpretação das normas sobre ofertas públicas segue os cânones hermenêuticos comuns, incluindo o elemento teleológico.

É portanto indispensável, para apurar o sentido e o alcance do artigo 187º, que se averigue a razão de ser do dever nele estabelecido, em ordem a delimitar os contornos desse dever.

## 2. Fundamentos do dever de lançamento de OPA

Tem-se entendido que as ofertas públicas de aquisição, de venda e de troca de ações constituem o meio mais eficiente para o desenvolvimento de um mercado de

---

<sup>11</sup> V. PEREIRA NEVES, *A natureza transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários*, Estudos comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, Coimbra, 2008, vol. II, p. 507 ss (p. 530).

<sup>12</sup> P. COSTA E SILVA, *Prefácio* da obra coletiva *Jornadas sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira* (org. Maria de Fátima Ribeiro), Coimbra, 2007, p. 8.

<sup>13</sup> Como afirma U. NOACK, *Wertpapiererwerb- und Übernahmegesetz*, Kapitalrechtskommentar (org. E. Schwark), München, 2004, p. 1595 ss, § 35, an. 1.

<sup>14</sup> H. MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto*, Coimbra, 2011, p. 503.



controlo societário<sup>15</sup> e para a seleção de melhores gestores ou de melhores acionistas de controlo.

A doutrina converge no essencial quanto aos fundamentos da política legislativa subjacente ao regime das ofertas públicas: a igualdade de tratamento dos acionistas; e a repartição do prémio de controlo<sup>16</sup>, tendo em vista a tutela dos acionistas-investidores minoritários perante uma posição de domínio<sup>17</sup> e a reação contra o desequilíbrio, ou alteração do equilíbrio, introduzido pelo acionista maioritário<sup>18</sup>.

A igualdade de tratamento dos acionistas, expressamente invocada na Diretiva europeia<sup>19</sup>, refere-se à equiparação entre os acionistas que deixaram a sociedade e os acionistas que nela permaneceram e consiste no dever de o adquirente pagar aos acionistas minoritários remanescentes um preço equitativo<sup>20</sup>, que não pode ser inferior ao preço pago pela aquisição do domínio (artigo 188º, nº 1, alínea).

O prémio de controlo<sup>21</sup> consiste na diferença positiva entre o preço unitário pago para adquirir o controlo e o preço que seria pago pela mera soma dos valores das

---

<sup>15</sup> Sobre este mercado e a sua regulação, J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Madrid, 1999; L. J. CORTÉS DOMÍNGUEZ, *Las O.P.A.s obligatorias ordinarias*, Barcelona, 2000, p. 33 ss; A. KOULORIDAS, *The Law and Economics of Takeovers*, Portland, USA, 2008, p. 35 ss.

<sup>16</sup> J. P. MENEZES FALCÃO, *A OPA obrigatória. Fundamentos e regime no novo Código dos Valores Mobiliários*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. III, 2001, p. 179 ss; JULIANO FERREIRA, *Exceções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição*, Direito das Sociedades em Revista, 2011, nº 6, p. 189 ss (p. 195).

<sup>17</sup> Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril, relativa às ofertas públicas de aquisição, artigo 5º, nº 1; P. COSTA E SILVA, *A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição*, Jornadas sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira, cit., p. 243 ss (p. 245) = Direito dos Valores Mobiliários, vol. VII, 2007, p. 403 ss.

<sup>18</sup> JULIANO FERREIRA, *Exceções ao dever de lançamento...*, cit., p. 195; PEREIRA NEVES, *Delimitação dos votos relevantes...*, cit., p. 746.

<sup>19</sup> Diretiva 2004/25/CE, artigo 3º, nº 1, alínea a); cfr. MAUL & MUFFAT-JEANDET, *The Directive on takeovers bids*, em *Takeover Bids in Europe, The Takeover Directive and its Implementation in the Member States*, Freiburg, 2008, p. 5 ss (p. 14 s).

<sup>20</sup> Diretiva 2004/25/CE, artigo 5º, nºs 1 e 4.

<sup>21</sup> Mencionado expressamente no nº 12 do preâmbulo do Código dos Valores Mobiliários como justificação do “regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias [que] assenta na ideia

ações individualmente considerados<sup>22</sup>. De outro modo, os alienantes de ações com as quais se adquiriu a maioria ficariam beneficiados em relação àqueles que não tiveram a oportunidade de as alienar<sup>23</sup>.

### 3. Alteração do domínio efetivo e outros elementos teleológicos

O dever de lançamento de OPA geral pressupõe uma situação de domínio ou de controlo da sociedade aberta. Mas o dever não decorre de qualquer situação estática de domínio, depende de ter havido alteração ou mudança de domínio da sociedade visada<sup>24</sup>, porque só uma tal mudança explica cada um dos fundamentos do dever de

---

geral de que os benefícios da aquisição de domínio sobre uma sociedade aberta devem ser compartilhados pelos acionistas minoritários”.

<sup>22</sup> Cfr. MENEZES FALCÃO, *A OPA obrigatória*, cit., p. 193.

<sup>23</sup> Estes fundamentos nem sempre têm sido julgados convincentes, designadamente porque a igualdade de tratamento se aplica às relações da sociedade com os acionista, não nas relações entre eles (cfr. artigos 112º e 197º), e porque o prémio de controlo pressupõe que o preço de aquisição do domínio seja superior ao valor corrente de mercado, o que nem sempre sucede. Mas estas críticas provêm em especial de quem está livre para a apreciação de *iure condendo* e, animado por um espírito liberal (no sentido europeu), contesta a razoabilidade do dever, o que já não sucede para quem está vinculado por regras de direito positivo. Àqueles fundamentos têm sido aditados outros, mas sem a mesma assinalada convergência. Assim, a proteção de eventual desvalorização das ações e diminuição da liquidez no respetivo mercado (P. PAIS DE VASCONCELOS, *Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*, Direito das Sociedades em Revista, 2010, nº 3, p. 11 ss, p. 20; CORTÉS DOMÍNGUEZ, *Las O.P.A.s obligatorias ordinarias*, cit., p. 126) está já contemplada no montante mínimo da contrapartida de compra. A viabilização da saída dos acionistas minoritários (MENEZES FALCÃO, ob. cit., p. 195) ou o poder de exoneração (PAIS DE VASCONCELOS, ob. cit., p. 22) poderão ser efeito do dever de lançamento, mas, por isso mesmo, não se conta entre os seus fundamentos. A estabilização do poder dos acionistas majoritários (MOREDO SANTOS, ob. cit., p. 213) constitui uma vantagem reflexa para eles, mas não pode ser encarada como justificação de um dever que visa precisamente compensar os interesses dos acionistas minoritários. Finalmente, o interesse do mercado e a sua transparência, sem perturbação (PAIS DE VASCONCELOS, MOREDO SANTOS, locs. cit.) são finalidades e fundamentos de todo o regime das ofertas públicas, sem excluir naturalmente as ofertas públicas de aquisição imperativas.

<sup>24</sup> Sobre a mudança do controlo como requisito do dever, A. PERESTRELO DE OLIVEIRA, *OPA obrigatória e controlo indirecto*, Revista de Direito das Sociedades, 2012, nº 3, p. 593 ss (p. 605 ss), entendendo que, “no caso de reafetação do controlo no interior de um grupo empresarial”, o dever de lançamento de OPA só é excluído “se a modificação for absolutamente neutra do ponto de vista dos sócios minoritários” (p. 636 ss, 654).

lançamento e justifica a compensação em favor dos acionistas minoritários. É isto mesmo que se lê no considerando (9) da Diretiva 2004/25/CE: “Os Estados-Membros deverão tomar as medidas necessárias para proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma *mudança* do controlo das sociedades”.

A alteração do domínio efetivo constitui um limite imanente do dever de lançamento de OPA. Não tem, por isso, de considerado como exceção a esse dever, que deve ser excluído sempre que do fator de imputação não resulte, em concreto, alteração do domínio efetivo. Logo: se A, que domina B, reforça o domínio sobre B, que já era dominante da sociedade visada, não se verificam os pressupostos do dever de lançamento.

Para a atribuição do dever de comunicação, os índices a partir dos quais se presume a imputação são inilidíveis, mas já são ilidíveis para o efeito de computar a participação geradora do dever de lançamento de OPA. Por exemplo, para este efeito, não são imputáveis à sociedade os votos de um administrador designado pela minoria; nas situações de dupla imputação (ao vendedor e ao vendedor de ações sob condição suspensiva ou ao mutuante e ao mutuário no empréstimo de ações) pode um deles demonstrar perante a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) que o poder eletivo de voto pertence ao outro.

Para decidir se há ou o dever de lançamento de OPA, são tendencialmente menos as situações em que os votos imputados ultrapassam 100% dos votos possíveis, sem prejuízo de múltipla imputação para a sujeição do dever a uma pluralidade de pessoas, designadamente por efeito de acordo parassocial ou de imputação em cadeia.

#### 4. *Limites quantitativos*

Se os direitos de voto, calculados segundo os critérios antes explicados, ultrapassarem metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade aberta, o titular, direto ou indireto, desses direitos tem o dever de lançar uma OPA geral (artigo 187º, nº 1). Como a maioria dos direitos de voto implica necessariamente o domínio da sociedade em causa, este dever só pode ser derogado ou suspenso quando se verificarem os requisitos adiante analisados.

Mais flexível é o pressuposto do dever se direitos de voto ultrapassarem um terço.

Em primeiro lugar, porque, para qualquer sociedade, se admite a prova de a pessoa a quem os votos são imputados não ter “o domínio da sociedade visada nem se encontrar com esta em relação de domínio ou de grupo” (mesmo artigo, nº 2). A prova pode fazer-se por ilisão de qualquer uma das presunções de imputação ou pela demonstração de que o domínio pertence a outrem a quem são imputáveis direito de votos superiores a um terço ou de que ninguém dispõe de domínio (por exemplo, numa situação em que os acionistas qualificados, não concertados entre si, detenham, direta e indiretamente, 34%, 22% e 20%, estando o restante capital disperso).

Em segundo lugar, o limite de um terço pode ser suprimido nos estatutos da sociedade aberta mas não cotadas em bolsa ou noutra mercado regulamentado (nº 4 do mesmo artigo). A justificação mais provável para tal supressão é a previsão de que, nas circunstâncias concretas daquela sociedade, o controlo de um terço dos votos não será bastante para o controlo da sociedade. Previnem-se assim os custos, em tempo, preocupação e despesas, das diligências de prova excludente do domínio.

### 5. Derrogação e suspensão do dever

O dever é derrogado (artigo 189º), seja qual for o limite, se este for ultrapassado<sup>25</sup>:

– em consequência da aquisição de valores mobiliários em oferta pública de aquisição geral (porque os acionistas minoritários tiveram já oportunidade de, nessa operação anterior, alienar as suas participações e beneficiar da partilha no prémio de controlo);

– por efeito da fusão de sociedades, se da deliberação da assembleia geral da sociedade que seria visada constar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de oferta pública de aquisição (porque os acionistas tiveram, no processo de fusão, oportunidade de se opor à operação, ainda que limitada pelo seu poder de voto e, em última análise, para incentivar os processos de fusão<sup>26</sup>);

– em execução de plano de saneamento financeiro (para não onerar o preço efetivo da aquisição, que poderia obstar à recuperação da empresa).

O Código vigente aboliu o sistema de dispensas pela CMVM do dever de lançamento de OPA, previsto no artigo 529º do Código do Mercado de Valores Mobiliários. A aquisição de valores mobiliários por herança ou legado, motivo de dispensa na versão originária de 1991, passou, na revisão de 1995, a ser fundamento de derrogação desse dever (artigo 528º-A, nº 1, alínea a). O Código dos Valores Mobiliários de 1999 deixou de considerar a aquisição sucessória como causa de

<sup>25</sup> Entre parênteses, indicam-se aquelas que parecem ser as razões de política legislativa.

<sup>26</sup> Porque, na verdade, ficam desprotegidos os acionistas que tenham estado ausentes ou se tenham absterido no ato de deliberação da fusão ou que, tendo votado contra, não disponham do direito estatutário de exoneração; cfr. *Código das Sociedades Comerciais em comentário* (org. Coutinho de Abreu), vol. II, Coimbra, 2011, artigo 105º, p. 273 ss. Repare-se ainda que os acionistas que se exonerem recebem uma contrapartida com valor tendencialmente inferior ao que resultaria de OPA obrigatória.

exclusão, a qualquer título, do dever legal de lançamento de OPA geral. A relação conjugal também é irrelevante para o efeito.

Assim, não havendo concertação entre cônjuges, herdeiros ou legatários, cada um é considerado de *per si* e, se do casamento, da herança ou do legado resultar controlo indesejado, pode o titular socorrer-se do instrumento da suspensão do dever, que a seguir se refere.

O dever de lançamento pode, nos termos do artigo 190º, ser suspenso se a pessoa sobre quem o dever incide se comprometer a pôr termo à situação no prazo de 120 dias. A suspensão justifica-se nos casos em que a aquisição dos direitos não visava o controlo efetivo, por ser fortuita ou temporária ou resultar de uma oportunidade de negócio, o que sucede, por exemplo, na aquisição por morte ou como efeito de dação em cumprimento (designadamente se o adquirente estiver legalmente obrigado à alienação em certo prazo). Os possíveis abusos são prevenidos pela inibição dos direitos inerentes às ações adquiridas.

## II

### *Efeitos civis do incumprimento do dever*

#### 1. *Nota comparativa*

Em sistemas jurídicos que nestas matérias exercem influência sobre o direito português, a sanção civil por violação do dever de lançamento consiste tipicamente na inibição de direitos de voto ou de outros direitos inerentes aos valores mobiliários. É o

que sucede, por exemplo, em Espanha<sup>27</sup>, na Itália<sup>28</sup> e na Alemanha<sup>29</sup>, já depois da transposição da diretiva europeia de 2004, que é omissa a este respeito.

Para o direito alemão há mesmo quem entenda não haver lugar para uma pretensão de indemnização, porque o preceito que impõe a oferta não seria norma de proteção nos termos do § 823, nº 2, do BGB<sup>30</sup> (correspondente aproximadamente ao nosso artigo 483º, nº 1, 2ª parte do nosso Código Civil). O direito de execução específica ou não é referido ou é geralmente recusado<sup>31</sup>.

No direito português vigente, os efeitos civis do incumprimento são dois e só dois: sempre, a inibição de direitos inerentes às ações; eventualmente, a responsabilidade civil.

## 2. Inibição de direitos

A violação do dever de lançamento de OPA geral tem como efeito, necessário e *ipso iure* (independente de sentença judicial, de declaração formal pela CMVM ou por

<sup>27</sup> Ley 6/2007, de 12 de abril, que reformou la *Ley del Mercado de Valores*, artigo 60, nº 3.

<sup>28</sup> *Testo Unico della Finanza* (redação de 2007), artigo 110.

<sup>29</sup> *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, de 2002, § 59, nº 1 (que não foi alterado para transposição da diretiva comunitária de 2004), segundo o qual os direitos inerentes a ações imputados ao oferente são suspensos enquanto não sejam cumpridos os deveres estabelecidos pelo § 35, nºs 1 e 2 (que impõem o lançamento de oferta pública de aquisição). Cfr. PELTZER & VOIGHT, *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. German Securities Acquisition and Takeover Act*, Köln, 2002, que considera este efeito *very strict* (p. 17); MEYER, *Pflichtangebot*, cit., § 35, an. 36 ss; H. TSCHAUNER, *Sanktionen*, em GEIBEL & SÜSSMANN, *WpÜG*, cit., § 59, discutindo se a culpa é pressuposto da inibição (an. 15 ss).

<sup>30</sup> NOACK, *Wertpapiererwerb- und Übernahmegesetz*, cit., § 35, an. 50; *Wertpapiererwerb- und Übernahmegesetz Kommentar* (org. Assman e o.), Köln, 2005, § 35, an. 253. Von BÜLOW, em *Kölner Kommentar zum WpÜG*, Köln, Berlin, Bonn, München, 2003, § 35, an. 199, considera que a questão não é clara.

<sup>31</sup> NOACK, *Wertpapiererwerb- und Übernahmegesetz*, cit., § 35, an. 49, afasta expressamente o direito de venda das ações ou de qualquer outra pretensão civil individual de alienação das ações, que “não resulta nem da letra nem do espírito da lei”. No mesmo sentido, *Wertpapiererwerb- und Übernahmegesetz Kommentar* (org. Assman e o.), cit., § 35, an. 252, e SCHLITT & RIES, em *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Bd. 6, 3ª ed., München, 2011, § 35 WpÜG, an. 244.

órgão da sociedade<sup>32</sup>), a inibição temporária do exercício de direitos de voto e a dividendos inerentes às ações que excedam o limite a partir do qual o lançamento seria devido e às ações que eventualmente tenham sido adquiridas por efeito do exercício de direitos inerentes às mesmas ações (artigo 192º).

Esta sanção destina-se a forçar o infrator ao cumprimento do dever, no interesse do mercado, da sociedade e dos acionistas minoritários.

### 3. Responsabilidade civil

A responsabilidade civil para indemnização de danos causados a titulares de valores mobiliários sobre os quais deveria ter incidido a OPA (artigo 193º) é um meio de proteção jurídica reflexa dos interesses dos acionistas minoritários.

Esta norma de imputação enquadra-se no âmbito da responsabilidade civil extra-obrigacional, visto que não se reporta a uma relação contratual nem a outra relação obrigacional (ver adiante nºs 3 e 4) e entre o infrator e os lesados falta o contacto de negociações que é próprio da responsabilidade civil pré-contratual<sup>33</sup>. Como nesta situação não há violação de direitos subjetivos absolutos, sendo os danos meramente patrimoniais, o citado artigo 193º tem a natureza de norma de proteção de interesses alheios, nos termos e para os efeitos da 2ª parte do nº 1 do artigo 483º do Código Civil<sup>34</sup>.

Os requisitos cumulativos para que a norma se aplique são os seguintes: que o lesante tenha violado a norma legal de proteção e que o lesado e o dano causado pertençam ao círculo de interesses juridicamente protegidos por essa norma. O círculo

<sup>32</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., p. 680.

<sup>33</sup> Sobre os pressupostos e os efeitos da responsabilidade civil pré-contratual, em geral, escrevi no meu livro *Contratos I. Conceito. Fontes. Formação*, 5ª ed., Coimbra, 2013, p. 191 ss.

<sup>34</sup> Sobre este fundamento de responsabilidade civil, ver, além dos manuais de Direito das Obrigações, J. SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações e informações*, Coimbra, 1989, p. 187 ss; A. MENEZES LEITÃO, *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*, Coimbra, 2009.



peçoal é, no caso, formado pelos acionistas minoritários ao tempo em que a OPA deveria ter sido lançada.

A obrigação de indemnização depende dos pressupostos gerais da responsabilidade civil: dano, ilicitude, imputação pessoal, culpa e nexu de causalidade entre o facto ilícito e o dano. O requisito da culpa decorre do nº 2 do citado artigo 483º, porque a norma de imputação nada estabelece em contrário. O ónus da prova da culpa recai sobre o lesado, de acordo com as regras gerais, não se aplicando ao caso, por não haver relação contratual anterior, a regra de inversão do ónus da prova constante do artigo 799º, nº 2, do Código Civil.

#### *4. Qualificação do dever*

Para apurar se, além destes, há outros efeitos civis originados pela violação do dever de lançamento, é indispensável qualificar este dever: dever geral ou obrigação?

A diferença reside em que a obrigação é um dever relativo, simétrico de um direito de crédito, e o dever geral constitui uma categoria residual e inespecífica, sem direito de crédito correspondente. A obrigação é um vínculo jurídico por virtude do qual uma pessoa fica adstrita para com outra à realização de uma prestação (artigo 397º do Código Civil). O dever geral é uma imposição normativa de um comportamento para a proteção do interesse de outrem. Pode ter por objeto um comportamento ativo ou passivo, mas não uma prestação, que é sempre em favor de pessoa determinada.

O dever de lançamento de OPA é um dever legal, que tem por conteúdo a iniciativa de apresentar uma proposta pública de compra de ações<sup>35</sup>. Os deveres legais têm geralmente a natureza de deveres gerais, mas há deveres legais com natureza

---

<sup>35</sup> Como tem entendido sem discrepâncias a doutrina portuguesa: ver, entre outros, RAÚL VENTURA, *Ofertas públicas de aquisição e de venda de valores mobiliários*, cit., p. 141; J. CALVÃO DA SILVA, *Oferta pública de aquisição (OPA)*, Estudos de Direito Comercial (Pareceres), Coimbra, 1996, p. 199 ss (p. 208); J. BRITO PEREIRA, *A OPA obrigatória*, Coimbra, 1998, p. 21.

obrigacional (por exemplo, o dever de indemnizar danos causados pela violação de direitos absolutos). Todavia, do dever de lançamento de OPA não resulta nenhuma obrigação em sentido técnico-jurídico, porque o comportamento exigido para cumprir tal dever não tem por objeto uma prestação, uma vez que a emissão da proposta (ao público) por que se consuma coloca o declarante em situação de sujeição em relação a pessoas indeterminadas.

O dever legal de lançamento de OPA tem portanto a natureza de dever geral, que posiciona o respetivo sujeito em situação jurídica passiva absoluta<sup>36</sup>, sem relação jurídica direta e pessoal com qualquer uma das pessoas que pode aceitar (ou não) a proposta.

A expressão “oferta pública de aquisição *obrigatória*” é afinal imprópria, mas compreende-se pela tradição que nem sempre distingue entre dever geral e obrigação. Em rigor, a lei não estabelece um dever de contratar, e ainda menos uma obrigação de contratar, mas o dever de tomar a iniciativa de apresentação de proposta dirigida ao público, apta para a eventual formação de uma pluralidade de contratos.

Os titulares dos valores mobiliários que são objeto de eventuais contratos de compra e venda formados na sequência da oferta pública “obrigatória” não são titulares de qualquer direito de crédito dirigido ao lançamento da oferta<sup>37</sup>. São antes titulares de interesses juridicamente protegidos por lei, que dão direito a indemnização, verificados os requisitos já analisados.

---

<sup>36</sup> PAULO CÂMARA, *O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 7, 2000, p. 195 ss (p. 210 s); ID., *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., p. 620 s, seguido por MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto*, cit., p. 242.

<sup>37</sup> Em sentido contrário, A. MENEZES CORDEIRO, *OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização*, Revista de Direito das Sociedades, 2011, nº 4, p. 927 ss (p. 972 s).

##### 5. *Inadmissibilidade de execução específica e de sanção pecuniária compulsória*

O dever geral de lançamento de OPA é insuscetível de execução específica. A execução específica é um meio coercivo de obter efeito equivalente ao cumprimento de obrigações. Ora já se viu que da norma aplicável às ofertas públicas imperativas não resulta nenhuma obrigação em sentido técnico, isto é, que tenha por objeto uma prestação, pelo que os potenciais destinatários da oferta não dispõem de direitos de crédito sobre quem está sujeito ao dever de lançamento.

O direito português não conhece outros meios de execução específica além dos contemplados nos artigos 827º a 830º dos respetivos códigos civis<sup>38</sup>. O lançamento de OPA não envolve a entrega de uma coisa, não é facto negativo e só é fungível por iniciativa do devedor (artigo 191º, nº 2, do CVM). O artigo 830º sobre a execução específica de contrato-promessa também não pode ser invocado neste contexto, nem sequer para aplicação analógica.

Além de ao dever não cumprido faltar a natureza de obrigação e de não haver obviamente qualquer anterior promessa de contrato, a sentença judicial que viesse a ser proferida não seria idónea para colmatar a omissão de declaração contratual, porque o conteúdo da proposta de lançamento de OPA (ainda que imperativa) comporta alguma flexibilidade designadamente quanto ao conteúdo do prospeto, ao prazo e principalmente quanto à natureza da contrapartida (dinheiro ou valores mobiliários), que nenhum juiz está em condições de conjeturar e selecionar. A sentença não poderia pois, como sucede no regime da execução específica de contrato-promessa, reproduzir pura e simplesmente uma anterior declaração do contraente em situação de incumprimento.

Finalmente, uma sentença “substitutiva” de uma proposta contratual não conduziria necessariamente à formação de um ou de mais contratos (*ratio legis* do

---

<sup>38</sup> M. J. ALMEIDA COSTA, *Direito das obrigações*, 11ª ed., Coimbra, 2008, p. 1069 s; A. MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil Português*, II, *Direito das obrigações*, tomo IV, Coimbra, 2010, p. 167.

artigo 830º), porque o tribunal não tem poderes para ordenar a aceitação ou as aceitações dos destinatários.

Os acionista minoritários não têm portanto direito a exigir coativamente o cumprimento do dever de lançamento da OPA<sup>39</sup>.

Também a aplicação de sanção pecuniária compulsória é inadmissível enquanto efeito da violação do dever legal de lançamento de OPA.

A sanção pecuniária compulsória é um constrangimento do devedor, próprio do incumprimento das obrigações infungíveis<sup>40</sup>. Como, no caso, não há obrigação, o instituto não se aplica. Acresce que, nos termos do nº 3 do artigo 829º-A do Código Civil, metade do montante da sanção pecuniária reverteria para o Estado. Como o Estado já receberia o valor da coima (do Código dos Valores Mobiliários, artigo 393º, nº 2, alínea h), verificar-se-ia uma duplicação injustificada de sanções do mesmo tipo.

O sistema jurídico português vigente mostra-se exigente e repressivo para quem não cumpra o dever legal de lançamento de ofertas pública de aquisição de valores mobiliários. Mas não reconhece aos acionistas minoritários o direito de execução específica desse dever nem a pretensão de aplicação de sanção pecuniária compulsória.

---

<sup>39</sup> Em sentido diferente, PAIS DE VASCONCELOS, *Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*, cit., p. 23 ss, 29 s, 43 ss, 48, sustentando que os acionistas minoritários dispõem de um direito subjetivo complexo, compreensivo do poder de exigir aos adquirentes do domínio o lançamento de OPA geral, mas sustentando simultaneamente que o acionista só pode exercer esse direito em ação popular, ficando a ação comum circunscrita ao pedido de indemnização; MENEZES CORDEIRO, *OPAs obrigatórias*, cit., p. 975 ss, entendendo que a execução específica é aplicável a todas as obrigações de contratar (p. 978); PERESTRELO DE OLIVEIRA, *OPA obrigatória e controlo indirecto*, cit., p. 657, com o argumento de que não se justifica a diferença entre obrigações contratuais e *ex lege*. A minha discordância essencial em relação a estas opiniões advém da observação de que este concreto dever não tem por objeto uma prestação, pelo que não é uma obrigação.

<sup>40</sup> J. CALVÃO DA SILVA, *Cumprimento e sanção pecuniária compulsória*, Coimbra, 1987, p. 353 ss, com repetidas menções à inserção do instituto no âmbito do cumprimento de obrigações (p. 355, 367, 393 e *passim*).