



ANDRÉ MOREIRA SIMÕES  
Assistente Convidado FDUL. Investigador CIDP

## **A OPA Internacional – Da Diretiva europeia 2004/25/CE à aplicação extraterritorial do direito norte-americano**

*International tender offers – From the european directive 2004/25/CE to the extraterritorial application of US law*

**RESUMO:** O sucesso de uma OPA dependerá, num primeiro plano, de um domínio adequado das normas de valores mobiliários, em especial as internacional-privatísticas que surgem no contacto quase inevitável entre distintos ordenamentos jurídicos.

Na análise da OPA internacional avolumam-se questões de enorme relevância prática, em especial, a lei aplicável à própria oferta e aos acordos parasociais, bem como o relevante papel das normas de aplicação imediata e a aplicação extraterritorial do direito norte-americano.

O potencial de sanções avultadas por parte das entidades reguladoras e de ressarcimento dos danos aos investidores, em particular os investidores norte-americanos, torna o desconhecimento destas regras especialmente oneroso.

**Palavras-chave:** (i) OPA Internacional; (ii) aplicação extraterritorial; (iii) Oferta pública de aquisição

**ABSTRACT:** *The success of a takeover bid will depend, in a first stage, on an adequate knowledge of securities norms, especially the international-private norms that arise in the almost inevitable contact between different legal systems.*

*In the analysis of the international takeover bid, questions of enormous practical relevance arise, in particular, the law applicable to the bid itself and*

*the shareholders' agreements, while not forgetting the relevant role of the overriding mandatory provisions and the extraterritorial application of US law.*

*The unawareness of these rules has a high cost due to the potential for heavy sanctions by the regulatory authorities and compensation for damages to investors, particularly US investors.*

**Keywords:** (i) *International tender offers*; (ii) *extraterritorial application*; (iii) *Takeover bid*

**SUMÁRIO:** 1. Introdução. § 1.º Ofertas públicas de aquisição internacionais; 2. Noção de OPAs Internacionais; 2.1 Fontes de Direito; 3. Regra de Conflitos; 3.1 Extra-UE; 3.2 As normas de aplicação imediata; 3.3 Regra de conflitos europeia e as normas de aplicação imediata; 3.4 Regra de conflitos europeia; 3.5 Regime nacional; 3.6 Casos práticos e divergências doutrinárias; 4. OPAs, contratos de participações sociais e acordos parassociais; 4.1 Acordos parassociais; 4.1.1 Classificação dos acordos parassociais; 4.1.2 Norma de conflitos: estatuto institucional ou obrigacional?; 4.1.3 Natureza dos acordos parassociais; 4.1.4 Tomada de posição; 4.1.5 Ausência de escolha de lei; 4.1.6 Conclusões; 4.2 Contrato de participações sociais; § 2.º A aplicação extraterritorial do direito dos EUA; 5. Extraterritorialidade; 6. Breve nota sobre o elemento de conexão do mercado asiático e os protocolos de entendimento; 7. Direito norte-americano; 7.1 Ofertas públicas; 7.1.1 Regras; 7.1.2 Consequências da aplicação do direito norte-americano; 7.2 Civil Cases; 7.2.1 Pré-Morrison; 7.2.2 Morrison; 7.2.3 Pós-Morrison; 8. Conclusões

## 1. Introdução<sup>1</sup>

### **Colocação do problema:**

Num mundo que conhece cada vez menos fronteiras, a aquisição de participações sociais noutros mercados, na procura de uma diversificação do investimento, é uma estratégia de investimento

<sup>1</sup> O presente estudo corresponde a uma versão, com poucas alterações, do nosso relatório de Mestrado no Seminário de Direito dos Valores Mobiliários. Agradece-se a valiosa orientação dada pelo Prof. Doutor António Barreto Menezes Cordeiro, na sua elaboração e pesquisa, tal como os comentários dos colegas do Seminário de Mestrado e Doutoramento que tanto contribuíram para um melhor resultado.

clássica e cada vez mais acessível<sup>2</sup>, permitindo uma diminuição do risco global do portefólio de investimento e alcançar novas oportunidades lucrativas. Os desafios que este fenómeno de globalização traz têm de ser resolvidos, já que essa decisão de investimento, num mercado de valores mobiliários estrangeiro, suscita ao jurista um conjunto de desafios de interpretação, começando pela determinação da lei aplicável ao caso concreto.

Invocam-se, aqui, em primeiro lugar, as normas de conflito do Direito dos Valores Mobiliários. Estas normas de leis no espaço “visam regular a situação privada internacional através da remissão para uma (ou mais) ordens jurídicas locais a que a mesma se encontra ligada”<sup>3</sup>. Assim, da remissão resulta a escolha de uma ordem jurídica como a competente para regular o caso.

A escolha de um elemento de conexão é o que cria uma ponte entre o caso a regular e a ordem jurídica.<sup>4</sup>

*Ergo*, perante o fenómeno de Ofertas Públicas de Aquisição Internacionais, i.e., sem prejuízo de uma posterior explicação mais detalhada, ofertas públicas onde exista um “contacto relevante com mais de um ordenamento jurídico”<sup>5</sup>, devem ser invocadas as normas de conflito para: a) identificarem a norma jurídica e b) controlarem o resultado da aplicação da lei.

Para além das normas de conflitos aplicáveis às ofertas públicas de aquisição (OPAs), terá de ser explorada a qualificação das normas relativas aos acordos parassociais onde, frequentemente, se encontra uma das chaves para o verdadeiro controlo da socie-

<sup>2</sup> São inúmeros os contributos para tal, desde a revolução digital, possibilitada pelas *fintech* e a *internet*, a qual permite a troca e o acesso a informações que, antes, seriam inacessíveis até ao desenvolvimento dos meios de transporte e de comunicação permitindo uma *due diligence* (inclusive, presencial) em locais distantes.

<sup>3</sup> Maria Helena Brito, *Sobre a Aplicação no Espaço do Novo Código dos Valores Mobiliários* 2000. Disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07MariaHelenaBrito.pdf> (consultado a 13/10/2022).

<sup>4</sup> A analogia da ponte é originalmente utilizada pelo jurista alemão Leo Raape e, posteriormente, seguida pela doutrina portuguesa, cfr. Luís de Lima Pinheiro, *Direito internacional privado* I, 3.<sup>a</sup> ed. refundida, AAFDL: Lisboa (2019), 50.

<sup>5</sup> Lima Pinheiro, *Direito* I cit., 38.

dade. Uma breve nota quanto à transmissão das próprias participações sociais, permitirá uma visão completa da transferência e deste fenómeno.

Após uma visão holística da transmissão de um conjunto de ações, através de uma OPA, retornaremos ao problema das normas de conflito unilateral estipuladas para as OPAs, por outras palavras, à dificuldade suscitada pela sobreposição de interesses jurídicos e económicos divergentes de, pelo menos, dois países.

Ora, perante a proliferação de normas de conflito unilateral, poderão existir conflitos positivos de competência entre autoridades de 2 (ou mais) países, intervirem Normas de Aplicação Imediata ou outros fenómenos jurídicos. Cabe, neste momento da investigação, uma brevíssima análise dos protocolos celebrados entre as entidades para perceber se estará aí alguma resposta relevante.

Não residindo a resposta nos protocolos, sabemos que vários mercados de relevo estipulam as suas regras, com o natural destaque dado para a aplicação extraterritorial do Direito norte-americano.

É, essencial, a exploração do regime norte-americano para uma compreensão total do fenómeno das OPAs internacionais, o qual, efetivamente, pretende regular situações que ocorreram fora do seu território.

Por fim, uma breve incursão pelos *civil cases*, em especial, os casos relativos à fraude<sup>6</sup> permitirá perceber-nos se a conduta ou os seus efeitos (*conduct and effects*) poderão ter como consequência uma indemnização transatlântica.

## § 1.º Ofertas públicas de aquisição internacionais

### 2. Noção de OPAs Internacionais

As ofertas públicas de aquisição internacionais consistem, como o próprio nome indicia, em ofertas dirigidas ao público, que ape-

<sup>6</sup> A tradução mais literal não capta toda a essência do significado norte-americano, mas deve ser entendido o termo “fraude” em sentido lato e, não, *stricto sensu* no seu mero sentido técnico.

lam a uma decisão de desinvestimento, i.e., de alienação dos valores mobiliários<sup>7</sup>, as quais contêm um contacto relevante com distintas soberanias jurídicas.

Seguindo a classificação de Dário Moura Vicente<sup>8</sup>, podemos encontrar esse elemento, em 3 situações distintas:

- 1 – As que são lançadas, no mesmo momento ou em horizontes temporais próximos, em dois ou mais Estados<sup>9</sup>.
- 2 – Aquelas em que a sociedade visada tenha uma sede num estado distinto do mercado em que os seus valores mobiliários estão admitidos à negociação.
- 3 – Quando o oferente esteja sedado, estabelecido ou domiciliado<sup>10</sup> num Estado que não seja aquele em que os valores mobiliários estão admitidos à negociação.

Em todas elas, encontramos um “contacto relevante com mais de um Estado soberano”<sup>11</sup>. Na perspetiva da ordem jurídica reguladora, a internacionalidade da OPA é o produto de certos elementos de estraneidade<sup>12</sup> que ligam a situação a outros Estados.

Por fim, acrescentamos à definição de Dário Moura Vicente:

- 4 – Os casos em que o destinatário da OPA seja residente num país estrangeiro. Esta quarta situação será *internacional* mesmo que a OPA seja, p.e, entre duas empresas, com sede no mesmo país. Como veremos, estes casos têm especial interesse se o destinatário for residente nos EUA<sup>13</sup>.

<sup>7</sup> Paulo Câmara, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 671.

<sup>8</sup> Dário Moura Vicente, *Ofertas Públicas de Aquisição Internacional*, Coimbra Editora: Coimbra (2007), 470. Em sentido análogo, na doutrina francesa, Xavier Boucobza, *L'acquisition internationale de société*, Diss., editora LGDJ: Paris 2 (1996).

<sup>9</sup> A primeira redação do art.º 145/1 CVM era neste sentido.

<sup>10</sup> Isto porque o oferente pode assumir, em abstrato, várias qualidades.

<sup>11</sup> Lima Pinheiro, *Direito cit.*, vol. I, 38.

<sup>12</sup> José Carlos Fernández Rosas/Sixto A. Sánchez Lorenzo, *Curso de derecho internacional privado*, 3.ª ed., Civitas: Madrid (1996), 45 e ss.

<sup>13</sup> Iremos desenvolver o tema, posteriormente, no presente escrito.

## 2.1 Fontes de Direito

As duas principais fontes de Direito e às quais iremos dedicar a maior parte da nossa atenção são:

- No direito europeu- A Diretiva 2004/25/CE<sup>14</sup>

Esta diretiva apresenta uma densidade normativa rica e uma (pequena) revolução, a revolução que foi possível, no meio do labirinto legislativo.

Desde 1989 até à sua versão final, em 2014, várias versões foram apresentadas, o que levou a que o comissário Frits Bolkestein, responsável pela diretiva, a rotulasse como “um fracasso”<sup>15</sup>. O percurso turbulento deste “fracasso”, só teve o seu fim, após um empate, na votação anterior e com o decurso de um longo período temporal, quando triunfou uma proposta de “meio-termo”<sup>16</sup> feita, curiosamente, por Portugal.<sup>17</sup>

- No direito nacional - Os Artigos 145 e ss. do CVM<sup>18</sup>

No entanto, o regime potencialmente aplicável não se esgota nestas duas fontes. A complexidade que poderá resultar do conflito

<sup>14</sup> E as suas subsequentes alterações.

<sup>15</sup> Frits Bolkestein, *Capital Markets Directives*, The. *Eur. Company L.*, 2 (2005), 4.

<sup>16</sup> Uma boa parte da discussão surge porque, dentro da UE, existem visões bastante distintas do papel que uma sociedade comercial deverá ter, na sociedade. Da perspetiva britânica (na altura, membro da UE) à alemã, passando pelos países nórdicos, existem perspetivas assentes numa maior tutela dos *stakeholders* ou dos *shareholders*. Mesmo em países considerados como bastante semelhantes, p.e Noruega e Suécia, existiam (e ainda existe mas em muito menor grau) diferenças assinaláveis, traduzidas num maior (ou menor favorecimento) de OPAs estrangeiras.

Com mais detalhes, cfr., por todos, Beate Sjøfjell, *The Golden Mean or a Dead End? The Takeover Directive in a Shareholder vs Stakeholder Perspective*, European Company Law in Accelerated Progress, Steef M. Bartman, ed., Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International (2006).

<sup>17</sup> Mais detalhes sobre esta e outras diretivas podem ser encontrados em António Menezes Cordeiro, *Direito europeu das sociedades*, Almedina: Coimbra (2005).

<sup>18</sup> Código dos Valores Mobiliários.

potencial com outras ordens jurídicas, com natural destaque para o direito norte-americano<sup>19</sup>, torna obrigatória uma viagem por várias camadas ricas em normas: a internacional, a europeia e a nacional.

### **3. Regra de conflitos**

O âmbito de aplicação da diretiva e da legislação portuguesa pode ser dividido em duas partes. Uma regra aplicável aos Estados-membros da UE (de ora em diante, Intra-UE) e outra aplicável aos restantes países (de ora em diante, Extra-UE).

A articulação das regras entre a diretiva e o regime nacional nem sempre é a mais feliz, o que se compreende dado o constante fluxo legislativo europeu, mas goza de alguma necessidade de comparação dos dois regimes. Com o objetivo de se proporcionar uma melhor compreensão após a explicação do regime apresentam-se alguns exemplos que visam concretizar o que for dito e introduzir algumas divergências doutrinárias que podem auxiliar os práticos do direito que se deparem com estas situações.

#### **3.1 Extra-UE**

##### **Regra europeia**

No art.º 1 da Diretiva, optou-se por uma norma unilateral, i.e., um tipo de normas que “só determinam a aplicação do seu próprio direito”<sup>20</sup>.

É escolhido como elemento (de conexão) que estabelece a ligação com a ordem jurídica europeia, a admissão de um valor mobiliário, no mercado europeu. i.e., qualquer OPA que vise a aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação, num mercado europeu, será alvo do direito europeu complementado pelas normas de um Estado-membro.

<sup>19</sup> As razões para o destaque serão dadas, no momento da sua análise mas, antecipando, uma das razões é a hegemonia da bolsa norte-americana.

<sup>20</sup> Lima Pinheiro, *Direito cit.*, vol. 1, 251.

Não interessou, pelo menos, para fins de harmonização do regime europeu, a proteção do investidor consoante a nacionalidade, mas, sim, a regulação das OPAs que ocorram, dentro do mercado europeu. Sem prejuízo de maiores desenvolvimentos posteriores, note-se que esta opção pelo mercado europeu como o único elemento de conexão está longe de ser pacífica<sup>21</sup>.

### **Regra nacional**

A transposição da diretiva para o direito português resultou no art.º 145-A/2, al. a), do CVM, que determina a aplicação do direito português se a sociedade estrangeira tiver os seus valores mobiliários exclusivamente admitidos em mercado português.

### **Outros casos**

Fora dos casos, regulados pela norma europeia, os países poderão optar pelas regras que considerarem mais adequadas criando os respetivos elementos de conexão.<sup>22</sup>

No direito alemão, a opção foi, como decorre do art.º 1 do WpÜG<sup>23</sup>, semelhante à consagrada na legislação europeia.

A aquisição de valores mobiliários, emitidos por uma sociedade visada<sup>24</sup>, admitidos à negociação, em mercado regulamentado<sup>25</sup> determina a aplicação da lei alemã.

A transposição da diretiva resultou em pequenas alterações, alterando o foco para o local onde são admitidos os valores mobiliários, face ao regime anterior, que consagrava o local onde se encontra a sede da sociedade.

<sup>21</sup> Existem, como veremos, várias outras regras de conflitos que poderiam ter sido designadas. Algumas outras opções gozam de um apoio significativo da doutrina.

<sup>22</sup> No mesmo sentido, na doutrina alemã, Daniel Zimmer, *Aufsicht bei grenzüberschreitenden Übernahmen*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Vol. 31, no. 4-5 (2002), 737 e Jan Von Hein, *Grundfragen des europäischen Übernahmekollisionsrechts*, Die Aktiengesellschaft (2001), 213-232, 232.

<sup>23</sup> *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*. A legislação alemã aplicável às ofertas públicas e aquisição de valores mobiliários.

<sup>24</sup> *Ziegesellschaft*.

<sup>25</sup> *Organisierter Markt*.

O direito francês sofreu algumas alterações mais profundas<sup>26</sup>. A autoridade francesa, a AMF, antes das alterações provocadas pela diretiva, tinha discricção para determinar se as ações de uma sociedade estrangeira, alvo de uma OPA, admitidas à negociação em França, teriam de receber, também, uma oferta, em separado, no país francês.<sup>27</sup>

Note-se que as regras de conflitos dos países europeus apresentam uma estrutura distinta do habitual. Dada a natureza dos interesses envolvidos, nas OPAS, existe uma construção das regras que é *unilateral*. O interesse que se procura tutelar, no direito dos valores mobiliários, é, na conceção clássica, a proteção do mercado e/ou dos investidores ou, numa conceção mais moderna, a integridade, a transparência e a qualidade da informação<sup>28</sup> e, não, uma regra mais neutra que procure a conexão mais próxima.

As opções que foram tomadas pelos países europeus, tal como no resto do mundo, não são coincidentes. A opção por a) uma maior proteção da sociedade visada, b) do mercado e/ou c) dos investidores tem consequências.

Três exemplos contrastantes, ainda antes da transposição da diretiva, para ilustrar o ponto:

O Reino Unido optou por uma regra que visa a tutela da sociedade visada<sup>29</sup>. Numa perspetiva oposta, a Bélgica<sup>30</sup> preferia a tutela

<sup>26</sup> As alterações resultaram da *Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition*. Esta lei alterou algumas disposições do *Code monétaire et financier*, com destaque para as regras do art.º L433 e ss..

<sup>27</sup> Ver Charles M. Nathan/Michael R. Fischer/S. Ganguly, *An Overview of Takeover Regimes in the United Kingdom, France and Germany*, Practising Law Institute, Corporate Law and Practice Course Handbook Series (2003), 985 e 986.

<sup>28</sup> Veja-se desenvolvendo o tema e com uma perspetiva própria, António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 86-100.

<sup>29</sup> As regras são aplicáveis às sociedades com sede no Reino Unido e em duas ilhas. City Code Número 4(a) para. 2: [O city code aplica-se a] “offers for all listed and unlisted public companies (and, where appropriate, statutory and chartered companies) considered by the Panel to be resident in the United Kingdom, the Channel Islands or the Isle of Man”.

<sup>30</sup> Artigo 4 da *Loi relative aux offres publiques d'acquisition*, de 1 de Abril, de 2007.

do seu mercado dos valores mobiliários. Por sua vez, os EUA optaram, também, por uma proteção dos investidores americanos<sup>31</sup>.

### 3.2 As normas de aplicação imediata: uma aplicação (quase) universal do direito português às OPAs Internacionais?

Uma interpretação, dos preceitos do CVM, mais literal, traduz-se numa *aplicação (quase) universal do direito português às ofertas públicas de aquisição internacionais*.

É, conseqüentemente, importante perceber qual tem sido o entendimento, neste ponto, da CMVM.

Numa resposta a um pedido de esclarecimento, neste sentido, da nossa parte, a entidade reguladora considerou, o seguinte: “As normas aplicáveis à cooperação internacional, em geral, e às Ofertas Públicas de Aquisição, em particular, serão as que resultam do Código dos Valores Mobiliários (“CVM”) e as normas comunitárias (nomeadamente, Diretiva 2014/65/EU e o Regulamento Delegado (EU) 2017/565 da Comissão, de 25 de abril de 2016), *sempre que o seu âmbito de aplicação*, subjetivo e objetivo, estejam cumpridos e, em particular no contexto internacional, o artigo 3.º *sempre que exista uma conexão relevante com o território nacional.*” (itálico acrescentado).

Embora não tenha existido uma demarcação clara, da CMVM, desta possibilidade de aplicação (quase) universal, cabe-nos explorar o regime nacional.

A doutrina que estudou as normas de aplicação imperativa<sup>32</sup> (NAI) portuguesas, presentes no CVM, pronuncia-se, de forma

<sup>31</sup> Antecipando um pouco o estudo que iremos fazer das regras norte-americanas.

<sup>32</sup> Sobre o tema destas normas designadas pelos franceses sugestivamente como *lois de police*, veja-se o estudo de Marques dos Santos, sem prejuízo da interessante discussão sobre as mesmas presente na doutrina portuguesa. Cfr. António Marques dos Santos, *As normas de aplicação imediata no Direito internacional privado: esboço de uma teoria geral*, 2 vols., Almedina: Coimbra (1991).

unânime, no sentido de atribuir este tipo de valor (de NAI) às normas relativas às ofertas públicas (art.ºs 108 e ss. e os respetivos regulamentos). Nas palavras de Maria Helena Brito<sup>33</sup>, “no caso de ofertas públicas dirigidas especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal<sup>34</sup>; essas normas aplicam-se a tais ofertas, seja qual for a lei pessoal do oferente ou do emitente e o direito aplicável aos valores mobiliários que são objeto da oferta, e independentemente também do direito que seria competente para reger a oferta a conclusão decorre, desde logo, do artigo 108.º,n.º1, do Código”.

Ou seja, caso exista uma OPA, a uma sociedade estrangeira, aplicam-se as regras do CVM português, se um indivíduo ou sociedade residente em Portugal, for titular de valores mobiliários.

Ora, decorre do art.º 3 que as normas portuguesas, dotadas da sua capacidade de aplicação imediata, prevalecem sobre o direito estrangeiro normalmente competente, aquele que seria chamado a regular o caso, por força das normas de conflitos nacionais.

*Ergo*, seriam aplicadas as normas relativas a OPA “sempre que os fins de proteção dos titulares de valores mobiliários por elas prosseguidos apenas possam ser efetivamente realizados se forem aplicadas às ofertas relativas a valores mobiliários transacionados em Portugal, independentemente do país da sede da sociedade emitente”.<sup>35</sup>

No entanto, como veremos, não só a diretiva derroga a regra vigente restringindo substancialmente<sup>36</sup> como a mesma não é tão geral como aparenta.

<sup>33</sup> Helena Brito, *Sobre a Aplicação no Espaço do Novo Código dos Valores Mobiliários* cit., 73. Disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07MariaHelenaBrito.pdf> (consultado a 13/10/2022).

<sup>34</sup> Critério que apresenta semelhanças substanciais com o norte-americano, como iremos ver.

<sup>35</sup> Moura Vicente, *Ofertas Públicas* cit., 491.

<sup>36</sup> Moura Vicente, *Ofertas Públicas* cit.. A regra do destinatário, anteriormente também presente no direito belga, não tem consagração autónoma e o critério da sede vê o seu âmbito substancialmente reduzido.

### 3.3 A regra de conflitos europeia e as normas de aplicação imediata

A UE<sup>37</sup> definiu, de modo unilateral, no art.º 1 da Diretiva, as regras estabelecidas para quando sejam admitidos valores mobiliários no mercado europeu. Nos restantes casos, poderão os EM, incluir regras específicas para estabelecer quais são as leis aplicáveis.<sup>38</sup>

Antes da transposição da diretiva, o art.º 3 do CVM, estabelecia 3 critérios: o critério do mercado, o critério da sede da sociedade e o do destinatário, “posto que apenas no tocante às normas que pudessem ser qualificadas como internacionalmente imperativas”.<sup>39</sup>

A diretiva europeia optou pela não consagração autónoma do critério do destinatário da oferta. O critério da sede da sociedade visada só vale para alguns aspetos (o *dépeçage* do regime europeu, já referido) e o critério do mercado, sofre, também, algumas limitações quando não coincidam a sede e o mercado (mais uma vez, resultando no referido *dépeçage*).

A diretiva aplica-se às OPAs sobre sociedade sujeitas à legislação dos EM, quando os valores mobiliários sejam admitidos (no todo ou em parte) num mercado, de um (ou mais) dos EM.

Assim, a diretiva exigia a alteração dos critérios que definiam a aplicabilidade da lei portuguesa, pelo menos, a estas OPAs.

<sup>37</sup> A análise inicia-se pelo regime europeu dado que, nos últimos 20 anos, as normas nacionais têm perdido importância “*and a majority of the provisions can now only be interpreted through the lenses of EU law*”. Cfr. Luca Enriques/Paulo Câmara, *The Portuguese Securities Code at Twenty: Some Comments on the Expansion, Goals and Limits of EU Financial Market Law* 1.ª ed., Almedina: Coimbra (2021), 25-37, 37.

Abordagem idêntica é adotada por José Ferreira Gomes/Diogo Costa Gonçalves, *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas I*, Lisboa: AAFDL (2018), em especial 37 e ss. Atualmente, a quantidade de normas com origem europeia é de 63% face a apenas 37% de regras elaboradas com cunho português. Cfr. Fernando da Costa Lima, *30 Anos de regulamentação do mercado de valores mobiliários: uma visão crítica*, 1.ª ed., Almedina: Coimbra (2021).

<sup>38</sup> Mathias M. Siems, *The Rules on Conflict of Laws in the European Takeover Directive*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1, n.º 4 (2004), 458-476, em especial 461.

<sup>39</sup> Dário Moura Vicente, *Ofertas Públicas* cit., 491.

No processo de transposição da diretiva, o legislador português optou por critérios idênticos aos estabelecidos pela diretiva.

O critério, pelo qual o legislador português, optou foi os do art.º 145-A. Seria possível a seguinte interpretação do regime: através do ato da transposição, o legislador português restringiu o âmbito de aplicação, do regime aplicável às OPAs internacionais.

No entanto, mesmo admitindo essa posição, a qualificação das normas sobre OPAs, como NAIs, significa que prevalecerão sobre a normas estrangeiras que resultariam da norma de conflitos portuguesa.

Assim, aplicam-se, sempre que os fins de proteção dos titulares de valores mobiliários por elas prosseguidos apenas possam ser efetivamente realizados se forem aplicadas às ofertas relativas a valores mobiliários transacionados em Portugal, independentemente do país da sede da sociedade emitente.

Não se deve, no entanto, deixar de ter em conta, as consequências da interpretação. Como nos ensina Menezes Cordeiro, “o intérprete fará tantas idas e voltas entre a interpretação e as consequências da decisão, até que logre acertar estas pelo fim da norma”.<sup>40</sup>

A chave, da interpretação, estará em determinar quando é que os fins da norma, *apenas*, poderão ser prosseguidos com a aplicação do direito português à OPA internacional.

E a resposta estará em que tal necessidade não se traduz num patamar mínimo ou máximo exatos. Não será aceitável um entendimento de que todo e qualquer valor mínimo detido seja o suficiente para suscitar a questão, mas, em casos excepcionais, deverá intervir o direito português.

O elemento teleológico, na sua vertente das consequências graves: requer a atenção das consequências jurídicas, e consequentemente, atendendo à dificuldade em aplicar a regra, dado que seria impossível uma autoridade reguladora conseguir abarcar todos os casos em que um investidor português adquira um valor mobiliário estrangeiro) exige que se evite o caos. Para além do referido, o risco

<sup>40</sup> António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito civil*, I 4.ª ed. reformulada e atualizada, Almedina: Coimbra (2012), em especial 727-729.

de conflitos positivos com outras jurisdições, que uma interpretação que visasse maximizar o âmbito de aplicação do direito português, traria<sup>41</sup> tal como a maior incerteza que poderia ser prejudicial às empresas e à economia portuguesa.

Assim, deve assentar a interpretação mais restritiva, num sistema móvel<sup>42</sup>, tendo como elementos principais, os seguintes: a) a percentagem de participações sociais, b) a essencialidade da regulação (de acordo com o sistema português) e c) a disparidade de regimes.

Em situações mais extremas, a aplicação será suscitada.

Imagine-se um caso em que um *investidor português* seja o titular de *mais de 90% das ações* de uma sociedade cotada num mercado estrangeiro. Nesse ordenamento jurídico existe a regra “*Our country, first*”. Esta regra *obriga* o investidor português *a aceitar um preço baixo*, por outra sociedade, dado que é estrangeiro, no âmbito de uma OPA. A intervenção do direito português poderá afigurar-se como adequada, no caso.<sup>43</sup>

São esclarecedoras as palavras de Lima Pinheiro, no mesmo sentido, “enquanto o artigo 3.º do CVM, vigorar na ordem jurídica portuguesa, a consideração dos valores fundamentais e dos princípios gerais do sistema português de direito dos conflitos justifica uma interpretação *restritiva* da regra nele contida”.<sup>44</sup>

<sup>41</sup> Veja-se as críticas, frequentemente, feitas ao direito norte-americano, na segunda parte do presente relatório ao analisarmos a aplicação extraterritorial do direito norte-americano.

<sup>42</sup> Sobre o conceito de sistema móvel: a ideia de sistema móvel surge, no direito alemão, com Walter Wilburg, na obra *Entwicklung eines beweglichen Systems im bürgerlichen Recht*. Cfr. Walter Wilburg, *Entwicklung eines Beweglichen systems im Bürgerlichen Recht*: Rede, gehalten bei der Inauguration als Rector magnificus der Karl-Franzens-Universität-in Graz am 22. November 1950 (1951).

<sup>43</sup> A sociedade oferente não é estatal para se excluir qualquer questão relativa à nacionalização de património (ou substancialmente análoga) que pertença a privados, derivado de interesse(s) público(s).

<sup>44</sup> Luís de Lima Pinheiro, *O Direito aplicável às operações sobre instrumentos financeiros*, Almedina: Coimbra (2009), 711-712 [itálico nosso].

### 3.4 Regra de conflitos europeia

O âmbito de aplicação da diretiva, dentro da UE, já tem um grau de densidade normativa mais elevada, encontrando-se no seu art.º 4, a sua sede.

A organização dada, pelo legislador europeu, ao contrário da regra extra-UE, presente no art.º 1, não é de fácil compreensão.

Art.º 4- Autoridade e direito aplicável<sup>45</sup>:

A) Os valores mobiliários da sociedade visada, estão admitidos à negociação, em mercado regulamentado de um EM, sendo que a sede social é nesse EM- É aplicável o direito desse Estado.

B) Caso não A<sup>46</sup>, tenham a sede social num EM, mas estejam admitidos à negociação, os valores mobiliários, em mercado regulamento de outro EM- É no estado em que estão admitidos os valores mobiliários mas há *dépeçage* (B1)

Se estiverem admitidos à negociação, em vários mercados regulamentados, a autoridade competente é aquela em que os valores mobiliários foram primeiro admitidos.

C) Caso sejam admitidos, à negociação, de forma simultânea, em vários EM:

Perante uma situação de Não A e Não B: a sociedade emitente escolhe, no primeiro dia de negociação, a autoridade competente e comunica a sua decisão.

Visando uma melhor compreensão do regime da diretiva, um esquema visual poderá ajudar a compreensão das regras estabelecidas. Note-se que “VM” significa valores mobiliários, para fins do esquema e “EM” significa Estados-membros.

A expressão utilizada “Direito dos VM” ou alguma outra expressão semelhante significa direito aplicável aos valores mobiliários e o regime da *dépeçage* será explicado com exemplos abaixo.

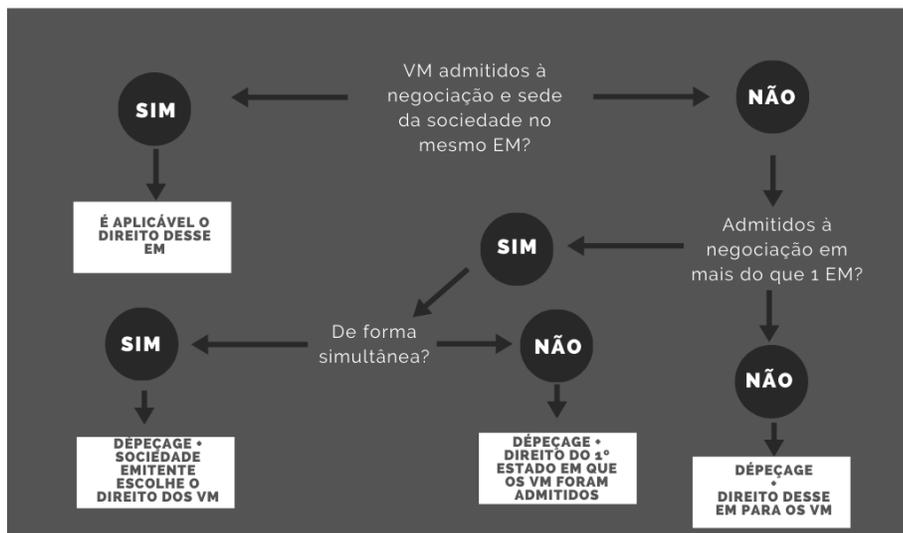
Note-se que o esquema deve ser complementado com a explicação prévia.

<sup>45</sup> A análise é ao art.º 4/2 e a divisão pretende expor as regras, da forma mais simples.

<sup>46</sup> Por Não A entende-se: Não se verificarem os pressupostos de aplicação da alínea a) do art.º 4.

## ARTº 4 DA DIRETIVA

O elemento de conexão



### 3.5 Regime nacional

O regime português está concentrado nos art.ºs 145 e ss., cabe dar particular destaque ao art.º 145-A que corresponde à transposição da diretiva, para o nosso Direito, das regras de conflitos presentes.

Para se determinar quando cabe a competência à CMVM, porque é o direito português aplicável, teremos de atender ao art.º 145-A do CVM, o qual poderá sintetizar-se da seguinte forma:

N.º 1: Sociedade sujeita à lei pessoal portuguesa e:

- a) valores admitidos à negociação em Portugal
- b) Não estejam admitidos à negociação em mercado regulamentado

n.º 2: Sociedade sujeita à lei pessoal estrangeira e:

- a) Valores mobiliários exclusivamente admitidos em mercado português

b) Não estão admitidos na sua sede estrangeira e o primeiro mercado em que foram admitidos é o português

n.º 3: Admissão simultânea em vários EM (e nenhum deles é o da sua sede):

A sociedade emitente escolhe a autoridade e comunica a sua escolha.

Esta norma corresponde à transposição do art.º 4 da diretiva, podendo ser utilizado o esquema anterior, para a compreensão da norma nacional.

### **3.6 Casos práticos e desenvolvimento das divergências doutrinárias**

Um conjunto de casos poderá ajudar a concretizar a explicação sobre as normas. Alguns dos casos, baseiam-se em situações que ocorreram, outros baseiam-se em casos reais, mas, por não terem ocorrido em Portugal, terão outros nomes. O título visa auxiliar, em particular, o prático do direito, a perceber se a situação com que se depara se aproxima do caso-modelo, aqui, apresentado.

#### **Caso A – Regra extra-UE**

Qual seria o direito aplicável à OPA (não concretizada) que a *China three gorges*, sociedade com sede na República Popular da China, lançou à EDP, sociedade portuguesa e com os valores mobiliários admitidos no mercado português, segundo a Diretiva 2004/25/CE e o CVM?

A EDP é uma sociedade com sede em Portugal e tem os seus valores mobiliários admitidos no mesmo mercado. O art.º 1 da Diretiva, consagra que as sociedades que tenham os valores admitidos no mercado europeu terão um dos direitos europeus como o aplicável, sendo Portugal parte da UE, será aplicável o direito português dado que, na diretiva, “está implícita uma norma de conflitos uni-

lateral segundo a qual a autoridade competente aplica o Direito do foro<sup>47</sup>.

No mesmo sentido, o CVM estabelece no seu art.º 145-A/2, al. a), a aplicação do direito português quando os valores mobiliários são admitidos exclusivamente no Direito Português. Este é o caso da EDP, *ergo*, será o direito português aplicável.

### **Caso B – Sedes distintas**

A sociedade A, com sede na Noruega, lança uma OPA à sociedade “Diferentes Sedes”, com a sede social efetiva, localizada em França, e estatutária, em Portugal.

#### *Quid juris?*

A resposta não será uniforme, para a doutrina. O que se deve entender pela expressão “sede social”, utilizada no artigo, é alvo de divergência doutrinária.<sup>48</sup>

Na versão alemã, apenas, aparece a expressão “*Sitz*” enquanto a versão inglesa utiliza “*statutory seat*”. Esta discrepância de traduções permite que a doutrina alemã da “verdadeira sede”<sup>4950</sup> da sociedade possa ser aplicada. Note-se que, no nosso direito, também, apresenta uma maior relevância a sede principal e efetiva da administração do que a sede estatutária<sup>51</sup>.

Não só alguma doutrina (minoritária) alemã<sup>52</sup> requer que a sede social efetiva e a estatutária sejam coincidentes, para fins da dire-

<sup>47</sup> Lima Pinheiro, *O Direito aplicável cit.*, 709.

<sup>48</sup> Por todos, Mathias M. Siems, *The Rules on Conflict of Laws cit.*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1, n.º 4, 470.

<sup>49</sup> Tradução livre da expressão alemã.

<sup>50</sup> Note-se que a maioria da jurisprudência, doutrina e o próprio legislador só não aplicam esta doutrina quando tal é requerido pelo direito europeu. No mesmo sentido, Carsten Gerner-Beuerle/Mathias Siems, *The Private International Law of Companies in Germany*, *The Private International Law of Companies in Europe*, Munich and Oxford: CH Beck/Nomos/Hart Publishing (2019), 385-414, 414.

<sup>51</sup> Cfr. artigo 33 do CC conjugado com o artigo 3 do CSC.

<sup>52</sup> É, atualmente, minoritária a posição que defende a aplicação da doutrina da “verdadeira sede” da sociedade, para fins da diretiva. No entanto, essa é a posição defendida por: Ulrich Wackerbarth, in W. Goette and M. Habersack (eds), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Beck: Munich, 3rd edn 2011, WpÜG § 1, parágrafos 14-23.

tiva. Note-se que, mesmo dentro da doutrina nacional<sup>53</sup>, aparentemente, existe algum apoio.

Numa posição mais liberal do que nossa, Lima Pinheiro considera que o conceito relevante de sede social depende da teoria adotada em cada estado-membro. *Ergo*, “será a sede estatutária nos países que adotam a teoria da constituição e a sede da administração, nos países que adotam a teoria da sede”<sup>54</sup>.

Com o devido respeito, discordamos da solução apresentada pelo Autor. A existência do primado do Direito da UE<sup>55</sup> exige que a análise comece pela exploração do que a jurisprudência tem dito sobre o assunto.

E, tendo em conta a jurisprudência do TJUE em *Centros*<sup>56</sup>, *Überseering*<sup>57</sup> e *Inspire Art*<sup>58 59</sup> relativa à aplicação da doutrina alemã e portuguesa, a qual determina que não se deve discriminar um país porque a sede principal e efetiva (ou a “verdadeira sede”) de uma sociedade não corresponde com a estatutária, a interpretação mais

Em sentido contrário, p.e. Mathias Lehmann, *Internationales Finanzmarktrecht*, in F. J. Säcker/R. Rixecker/H. Oetker (eds), *Münchener Kommentar zum BGB*, 6.ª ed., Beck: Munich (2015), parágrafos 420-422, com várias referências a outros autores alemães.

<sup>53</sup> No sentido de que aplicando-se o art.º 3 do CSC serão as que tenham a sede principal e efetiva da administração em Portugal. I.e., independentemente da lei pessoal e do mercado em que circulem os valores mobiliários das sociedades que com ela mantém uma relação de domínio de grupo ou de domínio, ver Manuel José Resende Cardoso Sequeira, *Benefícios privativos do controlo : proteção dos acionistas, oferta obrigatória e preço equitativo*, Lisboa: Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (2016), 53.

<sup>54</sup> Cfr. Lima Pinheiro, *O Direito aplicável* cit., 710.

<sup>55</sup> Desde a década de 60, no famoso Ac. Costa vs Enel, de 15 de julho de 1964 à data julgado pelo Tribunal de Justiça da Comunidade Europeia, hoje, denominado de Tribunal de Justiça da União Europeia.

<sup>56</sup> Ac. Centros Ltd v Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. 19/03/1999, TJCE. Caso C-212/97.

<sup>57</sup> Ac. Überseering BV v Nordic Construction Company Baumanagement GmbH. 05/11/2002, TJCE. Caso C-208/00.

<sup>58</sup> Ac. Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd.

<sup>59</sup> Para uma análise dos três acórdãos, cfr. Sturmfels K.F. “Pseudo – Foreign Companies” — Germany – The Centros, Überseering and Inspire Art Decisions of the European Court of Justice in: Wendler, M., Tremml, B., Buecker, B. (eds) *Key Aspects of German Business Law*, Springer: Berlin (2008).

coerente do artigo não parece ser a coincidente com a defendida pelos apologistas de uma “verdadeira sede”.

Se, para além do requisito mencionado, analisarmos a necessidade de uma demonstração de um interesse público e de proporcionalidade<sup>60</sup>, não se afigura uma defesa fácil para quem sustenha posição contrária à da maioria da doutrina.

Assim, parece-nos que se deverá defender a posição, de Autores como Siems<sup>61</sup>, de que deverá ser a sede aquela onde se encontra o seu registo, devendo ser afastadas soluções que contradigam a jurisprudência europeia.

No caso concreto, prevaleceria a sede estatutária, ou seja, a sede seria em Portugal.

### **Caso C – *Dépeçage***

A sociedade *Dépeçage*, com sede estatutária, na Bélgica e os seus valores mobiliários admitidos à negociação, em Portugal, recebe uma OPA, da Sociedade G, com sede na França.

*Quid juris?*

Nos casos da alínea b) e c), existe um *dépeçage*.

O Estado-membro em que os valores mobiliários estão admitidos à negociação, ou seja, Portugal, seria competente para:

- Questões relacionadas com a contrapartida proposta no caso de uma oferta. Em particular, o preço da OPA deveria ser atentamente acompanhado pela CMVM.
- Questões relacionadas com o processamento da oferta. Em especial, a informação sobre a decisão do oferente de lançar uma oferta, o conteúdo do documento relativo à oferta e a divulgação da oferta mereceriam especial atenção do nosso Direito.

O Estado-Membro em que se situa a sede da sociedade visada, é competente quanto a:

<sup>60</sup> São quatro os requisitos desenvolvidos pela jurisprudência europeia neste tipo de casos. Na prática, acabam por contrariar a aplicação desta doutrina, pelos países que as defendam.

<sup>61</sup> Mathias M. Siems, *The Rules on Conflict of Laws* cit., *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1, n.º 4, 471.

- Questões relacionadas com a informação aos trabalhadores da sociedade visada, seriam reguladas pelas autoridades belgas.
- Questões relacionadas com o direito das sociedades. Em particular a percentagem de direitos de voto que confere o controlo e qualquer derrogação à obrigação de lançar uma oferta, assim como as condições em que o órgão de administração da sociedade visada pode empreender qualquer ação suscetível de conduzir ao fracasso da oferta, mereceriam a tutela do direito belga.

É, também, de realçar que parte da Doutrina<sup>62</sup> defende, com base no art.º 4/2 e), que coincidindo o EM da sede da sociedade visada com aquele em cujo mercado regulamentado os valores mobiliários objeto de uma OPA foram admitidos à negociação, são as regras vigentes nesse EM que se aplicam, ainda que os valores em causa também sejam transacionados noutros Estados.

#### **4. OPAs, contrato de participações sociais e acordos parassociais**

A oferta pública de aquisição é apenas uma das variáveis que determinam o sucesso da oferta, multiplicando-se as leis que poderão ser aplicadas ao caso. Ao contrato de participações sociais que visa a transferência da propriedade das mesmas e aos acordos parassociais serão aplicáveis regras bastante distintas.

Como iremos ver, os acordos parassociais merecem, também, uma regulação jurídica atenta pelo CVM dada a importância que assumem nos assuntos da sociedade e a influência que têm na vida social.

Conclui-se que uma análise que se limite às OPAs isolando-as dos restantes negócios jurídicos que a acompanham será sempre

<sup>62</sup> Moura Vicente, *Ofertas Públicas* cit., 483, com o apoio de autores estrangeiros como Menjuucq e Grundman.

mais limitada, por isso, dedica-se agora um conjunto de páginas aos acordos parassociais que assumem um papel preponderante de real controlo dos destinos societários.

#### 4.1 Acordos parassociais<sup>63</sup>

Os acordos parassociais são negócios jurídicos celebrados, por sócios, de uma sociedade, nessa condição<sup>64</sup>, que visam regular aspetos da vida societária.

Em Portugal, podem ser qualificados como contratos de natureza civil, nominados e típicos, celebrados ao abrigo da autonomia privada (art.ºs 405 e 406 do CC).

No entanto, apresentam uma natureza colaborativa (a obtenção de lucros distribuíveis pelos sócios) e organizativa<sup>65</sup>.

<sup>63</sup> Levantou-se uma interessante discussão sobre a eficácia dos acordos parassociais omnilaterais. Após Maria Graça Trigo referenciar o problema, num artigo redigido por Carneiro da Frada, que deu azo a uma interessante discussão sobre o tema, considerou-se que perante este tipo de acordos, em que todos os membros da sociedade subscreviam o acordo parassocial, se poderia equacionar a desconsideração da personalidade jurídica. Cfr. Manuel Carneiro da Frada, *Acordos Parassociais “Omnilaterais” – Um novo caso de “desconsideração da personalidade jurídica?”*, Vol. 2 DSR (2009), 97-134.

A considerar-se que será aplicável o levantamento da personalidade jurídica, no âmbito de DIP, o tema já foi desenvolvido por António Menezes Cordeiro, *O levantamento da personalidade coletiva no Direito civil e no Direito comercial*, Almedina: Coimbra (2000), 164-66. Sem prejuízo de futura reflexão sobre o tema, concordamos com a solução apresentada pelo autor, apoiado na doutrina alemã.

Em síntese, dir-se-ia: a determinação da responsabilidade rege-se pela lei aplicável à própria situação, podendo atingir-se, através desta lei, uma sociedade que, de outro modo, ao abrigo da sua *lex societatis*, não seria responsabilizada.

<sup>64</sup> Na doutrina levantou-se a questão de saber quais os efeitos de um acordo parassocial celebrado com terceiro. Não parecendo ainda existir uma solução dominante, remetemos, por todos, para Diogo Costa Gonçalves, *Notas breves sobre a socialidade e a parassocialidade*, RDS XI (2019), 1. Note-se que a posição de Olavo Cunha é a de considerar que estes acordos não poderão ser considerados como acordos parassociais. Cfr. Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª ed, Almedina: Coimbra (2012), 171 e 172.

<sup>65</sup> António Menezes Cordeiro/A. Barreto Menezes Cordeiro, *Direito das sociedades*, I – Parte Geral, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2020), 488.

Os acordos parassociais encontram a sua base normativa, no artigo 17 do CSC e 19 do CVM. Para fins do nosso tema, apresenta especial relevância a sua regulação no artigo 19 do CVM.

Nos termos do artigo 19, estão sujeitos a um dever de comunicação à CMVM e a uma publicação, pelo menos, parcial do acordo parassocial, os acordos que visem adquirir, manter ou reforçar uma participação qualificada ou os que pretendam interferir na eficácia de uma OPA .

É estabelecida como sanção, a anulabilidade, das deliberações sociais, se forem preenchidas duas condições: 1) os acordos parassociais não serem publicados ou comunicados 2) a deliberação não teria sido adotada sem aqueles votos<sup>66</sup>.

Uma distinção clássica é entre os acordos parassociais com efeitos *inter partes* e o contrato de sociedade com eficácia *erga omnes*<sup>67</sup>.

A distinção, durante bastante tempo, parecia correta, tendo em conta o artigo 17/1 *in fine*, do CSC, o qual estabelece que os acordos parassociais “têm efeitos entre os intervenientes, mas com base neles não podem ser impugnados actos da sociedade ou dos sócios para com a sociedade.”

Os acordos parassociais, previstos no art.º 17 do CSC, encontram-se para fins da sua qualificação em Direito Internacional Privado (DIP) na fronteira entre o estatuto obrigacional e o estatuto institucional e apresentam especial interesse dado que essa distinção entre efeitos dos acordos parassociais se encontra em crise.<sup>68</sup>

<sup>66</sup> Não nos parece a melhor técnica legislativa a que consagra este tipo de visão. O auxílio de outras ciências e a própria experiência revelam a influência que os votos (que sofrem determinado vício) expressos têm sobre os restantes, influência essa que parece ser ignorada pelo legislador, ao estabelecer esta regra. Este será um tema a desenvolver, posteriormente, noutro estudo.

<sup>67</sup> Cfr. sobre o tema, com apoio doutrinário, Carolina Cunha, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (Coutinho de Abreu), Vol. I (2010), Art. 17.º, 298-300; Paulo Câmara, *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, Dissertação de Mestrado: Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (1996), 417 e ss..

<sup>68</sup> Iremos aprofundar a divergência doutrinária e as críticas feitas à teoria da separação (*trennungsthese*).

*Ergo*, a sua qualificação enquanto estatuto obrigacional ou institucional não poderá ser efetuada, de modo imediato, sem que exista um tratamento da questão mais aprofundado.

Em especial, nos casos dos acordos relativos ao exercício do direito de voto<sup>69</sup>, nos quais, os sócios determinam o modo de funcionamento da sociedade, parecendo atravessar a fronteira para o estatuto institucional.

Ora, suscitada a questão inicial: “qual é o estatuto dos acordos parassociais” caberá percorrer um caminho que nos possa responder às indagações iniciais derivadas da mesma.

Na doutrina internacional privatística, o problema da qualificação<sup>70</sup> cinde-se em 3 momentos distintos<sup>71</sup>: 1) a interpretação 2) a caracterização 3) a qualificação *stricto sensu*.

1) Interpretação: No momento inicial, o intérprete visa retirar as “notas conceptuais”<sup>72</sup>, as notas características contidas na previsão da norma de conflitos. Através deste processo estabelece-se o que a doutrina designa como a premissa maior, permitindo apurar o critério contido na norma de conflitos<sup>73</sup>.

2) Caracterização: no momento subsequente, procura-se preencher, as notas conceptuais numa determinada situação. Briggs utiliza a seguinte analogia: como nos correios, o intérprete precisa colocar os factos em uma determinada gaveta que, por sua vez, fará

<sup>69</sup> A classificação dos acordos parassociais será objeto de uma análise breve, de seguida, dada a sua utilidade para o aprofundamento desta questão.

<sup>70</sup> Esta questão é abordada por todos os manuais de DIP que conseguimos consultar: dos mais antigos aos mais recentes, em língua portuguesa ou estrangeira. O texto mais recente sobre o assunto, com inúmeras referências é de Lima Pinheiro. Dada a sua qualidade, será a principal fonte bibliográfica sobre o tema, por sintetizar bem o estado da arte. No entanto, iremos referir outras obras, nas próximas n.d.r.

<sup>71</sup> Ver, por todos, Luís de Lima Pinheiro, *A interpretação no direito internacional privado*, Cuadernos de Derecho Transnacional (Octubre 2020), Vol. 12, N.º 2, 496-509.

<sup>72</sup> Lima Pinheiro, *A interpretação* cit., 500.

<sup>73</sup> Ver, por todos, A. Ferrer Correia, *Lições de Direito Internacional Privado*, Almedina: Coimbra (2000), 169 e ss., em especial 199 e ss.

com que o pacote seja entregue em uma ou outra porta<sup>74</sup>. Delimita-se o objeto da remissão, i.e., determina-se as “situações da vida que se vão subsumir”<sup>76</sup>. Acomodando as situações da vida em “diferentes categorias jurídicas” às quais a norma pode ser aplicada.<sup>77</sup>

3) Qualificação *stricto sensu* (ou subsunção): É um “momento largamente predeterminado pelos dois anteriores”. Consiste na “recondução da matéria delimitada na previsão normativa”<sup>78</sup>.

De acordo com o disposto, estando os acordos parassociais, na fronteira entre o estatuto institucional (em especial, a *lex societatis*) e o obrigacional (a *lex contractus*) é necessário apreciar dois conceitos-quadros: o de “pessoa coletiva” e o de “contrato”.

#### 4.1.1 Classificação dos acordos parassociais

Dada a existência de um enorme dinamismo, na vida comercial, as classificações tornam-se, naturalmente, com o decorrer do tempo, incompletas e desatualizadas face à realidade do comércio.

Seguindo uma das classificações<sup>79</sup> apresentadas pela doutrina<sup>80</sup>, poderemos traçar a divisão entre:

i) Acordos relativos ao regime das participações sociais

<sup>74</sup> Cfr. A. Briggs, *The Conflict of Laws*, Oxford University Press, Oxford (2008), 9.

<sup>75</sup> Embora, em bom rigor, não seja possível a subsunção pura dos factos, a imagem é útil para ilustrar o conceito.

<sup>76</sup> Ver, por todos, Lima Pinheiro, *A interpretação cit.*, 496-509, 500.

<sup>77</sup> Neste sentido, Geert Van Calster, *European Private International Law*, 2.<sup>a</sup> ed., Bloomsbury Publishing PLC: London (2016), 4 e 5.

<sup>78</sup> Ver, por todos, Lima Pinheiro, *A interpretação cit.*, idem.

<sup>79</sup> As classificações diversas baseiam-se em critérios como: “o da identidade das partes, o da duração do acordo, o da autonomia ou dependência do acordo em relação a outro contrato (para além do contrato de sociedade); e, sobretudo, em função da estrutura interna dos acordos”. Cfr. Maria da Graça Trigo, *Acordos Parassociais – Síntese das questões jurídicas mais relevantes*, Problemas do Direito das Sociedades, IDET, Almedina: Coimbra (2002).

<sup>80</sup> António Menezes Cordeiro/A. Barreto Menezes Cordeiro, *Direito das sociedades cit.*, I, 704 e ss.. No mesmo sentido, Ana Filipa Leal, *Algumas notas sobre a parassociedade no Direito português*, RDS 2009, 1, 135-183, 142 e Afonso Scarpa, *A vontade unânime dos sócios: o caso especial dos acordos parassociais “omnilaterais”*, RDS 2016, 2, 451-478.

Dois exemplos destes acordos são: a limitação da sua transmissão a terceiros, por determinados indivíduos, durante um determinado período temporal; direitos de preferência na aquisição de participações sociais.

ii) Acordos relativos ao exercício do direito de voto

Podemos recorrer aos seguintes exemplos: estabelecimento de um dever de reunião prévia à da sociedade, para definir o sentido de voto; criação da obrigação de adequar o sentido de voto à vontade de um determinado sócio, em temas definidos.

iii) Acordos relativos à organização da Sociedade

Estes correspondem a um misto<sup>81</sup> dos dois tipos de acordos, anteriormente referidos. Dando, mais uma vez, dois exemplos: cláusula que estabeleça a obrigação de se proceder a uma auditoria; cláusula que estabeleça a obrigação dos aumentos de capital serem aprovados.

#### 4.1.2 Norma de conflitos

Esta tensão, que se sente no âmago do contrato parassocial, entre a socialidade e a parassocialidade já enunciada, leva-nos à questão de quais normas de conflitos é que devem ser invocadas.

#### **Estatuto Institucional**

A análise começa pelo estatuto institucional, o que revelará a sua utilidade para se ponderar a aplicação do regulamento Roma I.

Adianta-se, desde já, que a análise efetuada nos permitirá chegar à conclusão de que os acordos parassociais não estão abrangidos, por completo, pela exclusão do artigo 1 f), do regulamento Roma I<sup>82</sup>.

<sup>81</sup> António Menezes Cordeiro/A. Barreto Menezes Cordeiro, *Direito das sociedades* cit., I, 705.

<sup>82</sup> Apenas os contratos que apresentassem uma estrutura institucional seriam os abrangidos. Cfr. Inocêncio Galvão Telles, *A prestação característica: um novo conceito para determinar a lei subsidiariamente aplicável aos contratos internacionais. O art.º 4.º da Convenção de Roma sobre a lei aplicável às obrigações contratuais*, O Direito 127 (1995). O comentário de Galvão Telles mantém-se relevante dado que não foram efetuadas alterações relevantes,

Relembrando algumas noções básicas e premissas de que partimos:

Encontra-se no artigo 33/1 do nosso código civil, a regra estabelecida para as pessoas coletivas. A sua lei pessoal será a lei do estado em que se encontra a sua sede principal e efetiva.

Por sua vez, no artigo 3 do Código de sociedades comerciais, encontra-se presente a norma de conflitos especial que contém o conceito-quadro de sociedade.

Recorde-se a utilidade desta distinção para o raciocínio internacional-privatístico:

Cabe à lei do foro, concretizar o critério de qualificação, sendo relevantes as suas normas de conflitos e, não, as de direito material vigentes<sup>83</sup>.

Por sua vez, na análise da *lex causae*, existirá a recolha do objeto e a respetiva ponderação do seu conteúdo e função, nesse direito<sup>84</sup>.

A interpretação do conceito-quadro é autónoma<sup>85</sup> e o que une todos os sistemas, não são as respostas que cada um deles dará, é a existência de uma só questão jurídica<sup>86</sup>.

O artigo 33 do CC, conjugado com o artigo 3 do CSC, levanta uma questão: qual é o *quid* mínimo para a atribuição de uma lei pessoal?

Esta definição, mais ampla, permite a aplicação analógica a organizações que, de outro modo, por não terem personalidade jurídica, não seriam abrangidos pela norma de conflitos<sup>87</sup>.

O que une a ideia da extensão da norma de conflitos é a de que existe a mesma *ratio decidendi*, a perseguição da ideia mais básica

na transição da convenção para o regulamento. Neste sentido, os diversos comentários ao regulamento. Ver, por todos, Michael McParland, *The Rome I Regulation on the Law Applicable to Contractual Obligations* Oxford University Press: Oxford (2015), 235.

<sup>83</sup> A. Ferrer Correia, *Lições cit.*, 212-213.

<sup>84</sup> A. Ferrer Correia, *Lições cit.*, 54; João Baptista Machado, *Lições de Direito Internacional Privado*. Almedina: Coimbra (1995), 127.

<sup>85</sup> A. Ferrer Correia, *Lições cit.*, 205 e 206; Marques dos Santos, *Direito Internacional Privado*, 1, AAFDL: Lisboa (1987), 196-198.

<sup>86</sup> João Baptista Machado, *Lições cit.*, 95.

<sup>87</sup> O exemplo clássico é o da sociedade sem personalidade jurídica, por ter sido constituída de forma irregular. Cfr. A. Ferrer Correia, *Lições cit.*, 86.

de justiça: tratar igual, o que é igual e diferente, o que é diferente, transformada na aplicação analógica que permite agrupar o que é semelhante.

A atribuição pressupõe a existência de uma “organização externa”<sup>88</sup>. Será esta a questão central e que nos levará a analisar, de modo breve, mas com alguma densidade, os acordos parassociais, a propósito da *lex societatis*.

Os índices do estatuto institucional, apresentados por Lima Pinheiro, são<sup>89</sup>:

- a) Grau de estruturação orgânica
- b) existência de património autónomo
- c) fixação de uma sede
- d) emprego de uma designação social

Deverá existir, tipicamente, um órgão de administração e um mecanismo de imputação jurídica ao ente dos atos praticados em seu nome.<sup>90</sup>

Ora, analisando os acordos parassociais, poderá encontrar-se uma organização externa, como nos guia a doutrina de Lima Pinheiro?

Vislumbra-se, mesmo na sua ausência, a possibilidade de o conteúdo necessitar de ser abarcado pelo estatuto pessoal da sociedade, quando se revele de certo modo<sup>91</sup>.

Em suma, para existir estatuto institucional, o *quid* mínimo, presente no conceito-quadro, de existência de uma organização externa, terá de se encontrar presente nos acordos parassociais.

<sup>88</sup> Luís de Lima Pinheiro, *Direito Internacional Privado*, 2, AAFDL: Lisboa (2015), 151. O autor declara que este é o entendimento dominante, nos sistemas de família romano-germânica, apoiado em diversa doutrina.

<sup>89</sup> Lima Pinheiro, *Direito 2* cit., 152-153; ver bibliografia citada na obra referida.

<sup>90</sup> Lima Pinheiro, *Direito 2* cit., 153,

<sup>91</sup> No Direito alemão, como nota Maria Graça Trigo, esta discussão da qualificação enquanto normas materiais obrigacionais ou societárias, já foi levantada, ver: Graça Trigo, *Os acordos parassociais sobre o exercício do direito de voto*, Universidade Católica Editora: Lisboa (1998), 117, n.d.r. 456 e a doutrina citada.

### **Lex societatis**

A questão que se levanta é: os acordos parassociais cujo conteúdo seja relativo ao funcionamento da sociedade, estão sob a alçada da *lex societatis*?<sup>92</sup>

Não há divergência doutrinária quanto aos acordos parassociais que esgotem a sua eficácia, no âmbito das relações entre os sócios. Como decorre da qualificação em DIP, a que já demos a devida atenção, cabe ponderar se as normas de direito material, se adequam ao critério fixado na norma de conflitos.

Antes de tomarmos posição e densificarmos a análise dos acordos parassociais, cabe arrumar as posições em três teses, dando continuidade a classificações e designações anteriores.

Neste momento da análise, pretende-se uma exposição imparcial dos principais argumentos e das razões empregadas.

### **Teses societárias**<sup>93</sup>:

Denomina-se de teses societárias, as que defendem a aplicação da lei pessoal da sociedade a acordos parassociais, tipicamente, os relativos ao exercício do direito de voto.

Nesta tese, o artigo 17 do CSC apresenta-se como o centro da constelação de normas societárias dado que, através dele, se tem entendido que *a lex societatis* será imperativa.

Cingindo a análise ao direito português, começamos por destacar a posição de Raúl Ventura<sup>94</sup>.

O Autor, nos acordos relativos ao exercício do direito de voto, defende que a natureza contratual deixa de ser o principal fator, sendo ocultado pela influência sobre a sociedade.

<sup>92</sup> Na Alemanha, destacam-se, as seguintes obras: Hartmut Lübbert, *Abstimmungsvereinbarungen in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG-Staaten, der Schweiz und Großbritanniens*, Nomos Verlagsgesellschaft, Vol. 48 (1971), 134 e ss., em especial 203; K. Schmidt, *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, § 47, Auflage, CH Beck: München (2016), 62.

<sup>93</sup> Em bom rigor, serão teses societárias imperfeitas. Acrescentamos a expressão imperfeitas, na medida em que se aproximam das teses mistas, por considerarem que devem ser distinguidos os acordos parassociais, apenas aplicando a lei pessoal da sociedade a alguns acordos parassociais.

<sup>94</sup> Raúl Ventura, *Acordos de Voto*, Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas, Reimpresão da edição de 1992, Almedina: Coimbra (2003), 33-35.

Baseia-se, essencialmente, em dois argumentos:

- 1) O objeto dos acordos é o exercício de um dos direitos de natureza societária, com maior relevância, que se insere no núcleo do que se deverá considerar como o âmbito da competência pessoal da sociedade.
- 2) Deve entender-se que os acordos parassociais relativos ao exercício do direito de voto<sup>95</sup>, estarão sujeitos à lei portuguesa dada a positivação da norma contida no artigo 17 do CSC, que demonstra o magnetismo do campo do direito das sociedades, na regulação destes temas.

*Ergo*, não existirá possibilidade de as partes designarem uma lei e aplica-se o artigo 17, conclui Raúl Ventura.

Não é voz isolada na doutrina portuguesa.

Em sentido análogo, Lima Pinheiro<sup>96</sup>, defendeu<sup>97</sup> que o âmbito do estatuto da pessoa coletiva abrange, no que nos interessa, as matérias estatutárias: quaisquer relações que se estabeleçam entre os sócios relativamente aos assuntos sociais.

Assim, na visão do autor, parece que teremos de concluir que os acordos parassociais relativos ao exercício do direito de voto sejam apreciados de acordo com a *lex societatis* dado estar em causa o exercício de um direito de natureza societária que terá um impacto nos assuntos sociais.

### **Teses obrigacionais:**

No espectro oposto, na doutrina italiana anterior à reforma, com reflexo na doutrina portuguesa<sup>98</sup>, encontramos a seguinte argumentação:

<sup>95</sup> O Autor designa-os, em rigor, de *acordos de direito de voto*, mas preferimos manter a classificação que tínhamos já apresentado, por motivos de coerência textual.

<sup>96</sup> Luís de Lima Pinheiro, *O Direito aplicável* cit., 677.

<sup>97</sup> Nas últimas edições do manual de DIP, não se encontrou nenhuma alteração da posição, mas dado que decorreram 22 anos, da publicação do artigo, poderá ter existido, naturalmente, alguma alteração do seu pensamento, ainda por registar. Assim, optou-se pela utilização do pretérito perfeito.

<sup>98</sup> No direito português, António Manuel da Rocha Alves, *Os acordos parassociais em direito*

Os acordos parassociais têm apenas efeito *inter partes* e não são oponíveis à sociedade. Os órgãos parassociais poderão ser influenciados por um acordo, mas não devem determinar a sua atuação pelo conteúdo desses acordos, nomeadamente, assegurando o cumprimento das respetivas cláusulas.

Ora, se a sua eficácia se circunscreve à esfera jurídica dos sócios, esfera distinta da sociedade, não parece correto que se defenda a sua inclusão no estatuto pessoal da sociedade.

*Ergo*, os sócios intervenientes poderão designar a lei reguladora do contrato, ao abrigo da autonomia privada, regulando aspetos que estão, tipicamente, sujeitos ao estatuto contratual como a capacidade, o incumprimento, a sua formação, entre outros.

### **Teses mistas:**

As teses mistas aplicam ao mesmo acordo parassocial, em simultâneo ou, melhor, em *dèpeçage*, a *lex societatis* e a *lex contractus*<sup>99</sup>.

A ideia subjacente a estas teses é a de que a especial natureza do acordo parassocial se terá de refletir numa especial aplicação do Direito Internacional Privado ao mesmo.

Nos acordos parassociais, em que a *factispécie*<sup>100</sup> é precisamente aquela em que a causa da celebração do negócio jurídico, se traduz numa união entre a socialidade e a parassocialidade, terá de existir uma configuração particular, no quadro de DIP.<sup>101</sup>

Concordam com as teses obrigacionais, na medida em que reconhecem que o estatuto contratual deverá ser aplicado a este tipo de

*internacional privado*, relatório de mestrado (2000), 24 e ss., e em sentido análogo, para o direito italiano, Sergio Carbone, *Patti parasociali, autonomia privata e diritto internazionale privato*, Riv. dir. int. priv. proc. (1993), 210 e ss.

<sup>99</sup> No Direito italiano depois da reforma, com várias referências, Roberta Lazzini, *I Patti Parasociali nel Diritto Internazionale Privato. Tesi di laurea magistrale*, orientada por: Prof. Antonio Marcello Calamia, Pisa University Press: Pisa (2016), 114.

<sup>100</sup> “A *factispécie* corresponde exactamente aos factos que, sendo subsumíveis à previsão de uma determinada norma jurídica, permitem a produção dos efeitos jurídicos que nela se estatuem”. Miguel Teixeira de Sousa, *Ac. de Uniformização de Jurisprudência n.º 3 (2013, de 15.3.2012, Rev. 772/10, anotado*, Cadernos de Direito Privado (abril-junho 2013), número 42, p. 401.

<sup>101</sup> Roberta Lazzini, *I Patti cit.*, 114.

acordos, mas deverá esse estatuto unir-se ao societário, numa união que representa a realidade subjacente.

Assim, a *lex societatis* fornece o quadro, dentro do qual, se colocam questões como a vinculação do ente societário e, por consequência, é competente para valorar qualquer acordo que ocorra entre sócios e tenha influência na vida do ente.<sup>102</sup>

### **Pressupostos para uma tomada de posição:**

A divergência doutrinária demonstra a necessidade de uma tomada de posição quanto à natureza dos acordos parassociais, por um lado, e de uma análise das restrições e respetiva *ratio* do artigo 17 do CSC.

Caberá, agora, uma breve análise destes conceitos, para poderemos tomar posição.

#### **4.1.3 Natureza dos acordos parassociais**

Desde os que os colocam no mesmo plano, variando consoante a situação concreta: entendendo que o enquadramento dogmático poderá ser a união de contratos<sup>103</sup> sendo “a conexão respetiva suscetível de apresentar diversas características”<sup>104</sup> aos que defendem uma tese da conexão funcional, onde a existência de fronteiras móveis decorre de um “concreto nexó funcional existente entre a socialidade e a parassocialidade”<sup>105</sup>.

A uma certa subordinação do contrato parassocial ao contrato social: como o entendimento de que o contrato social “funciona

<sup>102</sup> Francesco Munari, *Patti parasociali e norme di diritto internazionale privato e comunitario (The impact of conflicts of law and of European law on shareholders' agreements)*, Dir. Comm. Int. (2003), 127-142, 128.

<sup>103</sup> Autores como Rui Pinto Duarte discordam com o apelo à noção de união de contratos para suportar conclusões. Cfr. Rui Pinto Duarte, *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, tese de doutoramento, Almedina: Coimbra (2000), 50 e ss.

<sup>104</sup> Carneiro da Frada, *Acordos cit.*, 97-134, 120, n.d.r. 35.

<sup>105</sup> Diogo Costa Gonçalves, *notas breves* (ob. Cit.) , 779-799, 798.

como base negocial (artigo 252/2 do CC)” do parassocial<sup>106</sup>. Sem excluir os que configuram como uma conexão unilateral<sup>107</sup>, relação de dependência funcional unilateral<sup>108</sup> ou, até mesmo, de subordinação (ou acessoriedade) de ordem funcional<sup>109</sup> e de “convenção infra-estatutária”.

Este enquadramento surge, assim, como tributário de uma tomada de posição quanto à *Trennungsthese*.

A *Trennungsthese*, i.e., a distinção entre a socialidade e a parassocialidade baseada numa dicotomia entre efeitos *erga omnes* e *inter partes* não é, hoje, pacífica<sup>110</sup>.

Paulo Câmara, já há mais de duas décadas atrás<sup>111</sup>, referia que o artigo 17/1 do CSC português não estabelecia a ineficácia dos acordos, mas, sim, a sua inimpugnabilidade.

Diogo Costa Gonçalves<sup>112</sup>, recentemente, afirma que se deve entender a *Trennungsthese*, a distinção referida, como superada. Basando-se nos seguintes argumentos:

- 1) Alguma eficácia externa poderá ser reconhecida aos acordos parassociais dado que a lei se limita a estabelecer a inimpugnabilidade dos acordos parassociais, no artigo 17/1 do CSC.
- 2) Esta inimpugnabilidade conhece exceções como as do artigo 19 do CVM. Onde há uma eficácia externa da parassocialidade associada à publicidade do acordo parassocial.
- 3) O artigo 83.º do CSC, constitui um elemento que prevê a responsabilidade solidária do sócio com a administração, o que apoia uma ideia de eficácia externa da parassocialidade.

<sup>106</sup> Ana Filipa Leal, *Algumas notas cit.*, 145- 146.

<sup>107</sup> J. Feliu Rey, *Los pactos parasociales en las sociedades de capital no cotizadas*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales: Madrid (2012), 126-129.

<sup>108</sup> Pedro Pais de Vasconcelos, *A participação social nas sociedades comerciais* (Reimpresão da 2.ª edição de 2006), Almedina: Coimbra (2014), 63.

<sup>109</sup> Mário Leite Santos, *Contratos parassociais e acordos de voto nas sociedades anónimas*, RDS 2009, 1, 53 e ss.; Paulo Câmara, *Parassocialidade cit.*, 261 e ss., 454 e 463.

<sup>110</sup> Neste sentido, surgem posições como a de Karsten Schmidt, *Gesellschaftsrecht*, 4.ª ed., CH Beck: München (2002), 93-95 e alguma jurisprudência alemã.

<sup>111</sup> Cfr. Paulo Câmara, *Parassocialidade cit.*, 420.

<sup>112</sup> Diogo Costa Gonçalves, *notas breves* (ob. cit.), p. 795 e ss.

- 4) Existindo um acordo parassocial omnilateral<sup>113</sup>, o conselho de administração terá de atender ao seu conteúdo (art.º 64 do CSC) e será um exercício abusivo do direito de voto, o que se consubstancia como contrário ao previsto no acordo parassocial.

#### 4.1.4 Tomada de posição

A qualificação dos acordos parassociais terá de se iniciar com o reconhecimento de que sobre a mesma designação se escondem realidades absolutamente distintas.

Só perante certas configurações é que poderemos encontrar a “organização externa”<sup>114</sup> necessária para o preenchimento do *quid* mínimo, presente no conceito-quadro, aplicando-se a *lex societatis* ao acordo parassocial.

Assim, a heterogeneidade de realidades não se coaduna com uma fórmula única. Sendo, também, necessário reconhecer que “sem socialidade, inexistente a parassocialidade”<sup>115</sup>.

Os principais argumentos para a superação da *Trennungsthese* são a incompatibilidade com o interesse social e a influência dos acordos parassociais, na vida societária, acompanhado por um rico argumento sistemático.

Uma resposta impressiva ao primeiro argumento é a de que esta incompatibilidade com o interesse social, mesmo em acordos parassociais omnilaterais, tem uma resposta legislativa: a impugnação das deliberações. A validade do acordo não impede que se possam impugnar deliberações contrárias ao interesse social, é um mero

<sup>113</sup> Este argumento baseia-se na construção de Carneiro da Frada, no artigo já citado sobre acordos parassociais omnilaterais.

<sup>114</sup> Lima Pinheiro, *Direito* cit., 2, 151.

<sup>115</sup> Paulo Câmara, *Parassocialidade* cit., 417 e ss.; *Parassocialidade e transmissão de valores mobiliários*, tese de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa: Lisboa, diss. policopiada (1996), 452-453.

pressuposto de facto do juízo de ilicitude e, não, o fundamento da invalidade<sup>116</sup>.

Por outro lado, é a *lex societatis* que fornece o quadro<sup>117</sup>, dentro do qual, se colocam questões como a *vicende dell'ente societario*<sup>118119</sup> e, por consequência, revela-se como competente para valorar qualquer acordo que ocorra entre sócios e tenha um significativo grau de influência na vida do ente.

Os argumentos da doutrina portuguesa que referem o magnetismo do campo societário<sup>120</sup>, acompanhados pela solução da doutrina italiana, neste campo, parece ser a resposta mais adequada.

O próprio elemento sistemático aponta neste sentido, dada a inserção da norma que regula os acordos parassociais, na legislação aplicável às sociedades anónimas, denota a atração da *lex societatis*.<sup>121</sup>

O facto de a lei se ter limitado a estabelecer a inimpugnabilidade dos acordos parassociais, no artigo 17/1 do CSC e, não, a sua ineficácia<sup>122</sup> e de outras normas apoiarem a ideia de eficácia externa da parassocialidade (como o artigo 83 do CSC e, em especial, o artigo

<sup>116</sup> Raúl Ventura, *Acordos de voto* cit., 92-95. A mediata conexão entre o acordo que se destina a conseguir votos e a nociva deliberação será suficiente para afetar a validade do acordo? No entendimento de Raúl Ventura, “a resposta afirmativa, corrente no estrangeiro, não é tão solidamente fundada como pode parecer”. No CSC, art. 58.º/1 b), podemos encontrar um preceito que “pode servir de guia para apuramento da validade dos acordos de accionistas. Esta norma contém a proteção concedida ao interesse da sociedade e dos outros sócios contra deliberações sociais que tal interesse afectem”. A anulabilidade deixa à consideração dos sócios protegidos a alternativa de impugnar ou não e a lei não deixa de manifestar a sua reprovação pela conduta dos votantes.

<sup>117</sup> Neste sentido, Lima Pinheiro, *O Direito aplicável* cit., 677.

<sup>118</sup> Lima Pinheiro, em sentido análogo ao da doutrina italiana, ao referir que entra no âmbito das matérias estatutárias, quais relações que se estabeleçam entre os sócios relativamente. Cfr., *idem*.

<sup>119</sup> Cfr. Francesco Munari, *Patti parasociali* cit., 127-142, 128.

<sup>120</sup> Raúl Ventura, *Acordos de Voto* cit., 33-35.

<sup>121</sup> Alberini Grumetto, *I patti parasociali nel diritto comunitario*, in F. Preiute, A. Gazzanti Pugliese di Crotona (a cura di), *Atti notarili, Diritto internazionale e comunitario*, Utet: Torino (2011), 1138.

<sup>122</sup> Cfr. Paulo Câmara, *Parassocialidade* cit., 420.

19 do CVM), leva-nos à conclusão de que há, potencialmente, uma eficácia externa.

Assume, assim, uma natureza variável o vínculo entre a socialidade e a parassocialidade, sendo de aplicar aos contratos que apresentarem uma influência significativa na estrutura societária.

Os critérios apresentados por Paulo Câmara<sup>123</sup> da representatividade, duração e grau de vinculação serão adequados para a determinação da proximidade do acordo ao campo do direito societário. A estes 3 critérios acrescentamos um quarto: tipo de acordo parassocial.

Claro que se contribui para uma solução casuística, mas, como vimos, o *quid* mínimo de “organização externa”<sup>124</sup> exige-nos esta solução.

- 1) Representatividade do acordo para o controlo da sociedade: Uma maior percentagem de capital social, presente no acordo parassocial, terá uma maior virtualidade organizativa.
- 2) Duração do acordo parassocial: Quanto maior a duração do acordo parassocial, maior será a sua pertença à socialidade, dada a sua influência.
- 3) Intensidade do vínculo assumido: A configuração concreta do pacto parassocial e as sanções previstas, terão um impacto substancial no seu potencial organizativo.
- 4) Tipo de acordo parassocial: A *lex societatis* assume o seu magnetismo, de forma forte, apenas a alguns tipos de acordos, os que tenham efeito direto numa questão que respeite ao funcionamento da sociedade, com destaque para os acordos relativos ao exercício do direito de voto<sup>125</sup>.

<sup>123</sup> Cfr. Paulo Câmara, *Parassocialidade* cit., 455.

<sup>124</sup> E a importação de soluções estrangeiras deverá obedecer a uma especial cautela, neste ponto, dada a especificidade da norma de conflitos portuguesa.

<sup>125</sup> No direito italiano, alguns autores defendem que serão sujeitos, apenas, os acordos parassociais relativos ao exercício do direito de voto, como Alberini Grumetto, *I patti* cit., 1138. Mesmo no direito italiano parece-nos que o legislador italiano se limitou a tipificar alguns acordos, sendo de estender a sua *ratio* a todos os acordos parassociais que tenham

Em suma, a força de atração exercida pela *lex societatis* torna-a competente para aferir a legalidade de alguns tipos de pactos parassocial, no DIP, sendo a respetiva sanção regida pela *lex contractus*.

### **Acordos parassociais e *lex contractus***

Como decorre do anteriormente exposto, as partes poderão designar a lei aplicável<sup>126</sup> ao acordo parassocial, embora a *lex societatis* possa assumir algum papel. A prática acompanha esta solução dado que é muito frequente a introdução de uma cláusula de escolha de lei.<sup>127</sup>

No direito português, há uma exigência de um interesse sério ou uma conexão objetiva entre o direito escolhido e a relação contratual, cfr. o art.º 41/2, do CC, em contraste com o regulamento Roma I, no qual se determina que as partes poderão designar livremente o direito aplicável.

No entanto, dificilmente, o requisito da conexão objetiva não será preenchido, pelo que o problema se torna mais teórico do que prático.

#### **4.1.5 Ausência de escolha de lei**

A resposta dependerá do tipo de acordo parassocial a que nos referirmos:

Caso sejam acordos relativos à transmissão de participações sociais, com a ordem jurídica competente para regular a sua transmissão. Em princípio, a lei pessoal da sociedade<sup>128</sup>.

efeitos diretos numa questão que diga respeito ao funcionamento da sociedade, como aqui defendemos. Neste sentido, Cfr. Roberta Lazzini, I patti (ob. cit.), *passim*.

<sup>126</sup> Cfr. Tito Ballarino, *Diritto Internazionale Privato*, Cedam: Padova (1982), 138-139 e Lima Pinheiro, *Direito cit.*, 2, 751.

<sup>127</sup> Raúl Ventura, *Acordos de Voto cit.*, 2003, 48. Em artigos mais recentes sobre o tema: Pinto, Rita Mafalda Vera-Cruz, *Os acordos parassociais – breve caracterização*, RDS II (2010), 1-2, 333-358, 354 e Manuel Sequeira, *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, RDS X (2018), 4, 771-833, o qual refere o acórdão do TRL de 30.11.2005, proc. 7373/2005- 8, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt), tendo o tribunal entendido que uma cláusula de um acordo parassocial poderá determinar que «da decisão [arbitral] não cabe recurso para outra instância», por ser um direito disponível.

<sup>128</sup> Cfr. Lima Pinheiro, *Direito cit.*, 2, p. 204.

Se forem acordos em que um sócio se obriga a votar de acordo com as instruções de outros sócios ou que visam regular a cooperação de um dos sócios, a residência habitual ou país do sócio, consoante seja uma pessoa singular ou coletiva<sup>129</sup>.

Os acordos parassociais que possam ser qualificados como acordos de fim comum (p.e. acordos parassociais de exercício do direito de voto) apresentam uma conexão mais estreita com o país onde está situada a sede da sociedade.<sup>130</sup>

Na falta de outros elementos, frequentemente, o acordo parassocial apresentará a conexão mais estreita com o país em que esteja localizada a sede da sociedade da qual os contraentes são acionistas.

Na medida em que os acordos apresentam um potencial para incidirem sobre a organização societária<sup>131</sup>, a sua ligação com o estatuto pessoal da sociedade, embora sendo variável existirá, sempre. I.e., os acordos parassociais embora sejam obrigações<sup>132</sup> e produto de uma parassocialidade visam, através das relações obrigacionais estabelecidas, a produção de efeitos sobre a sociedade.

Deverá, assim, entender-se que existe uma conexão mais estreita entre o estatuto da sociedade e dos acordos parassociais, devendo a lei do estatuto pessoal da sociedade ser aplicável aos acordos parassociais.

#### 4.1.6 Conclusões

O *quid* mínimo, presente na norma de conflitos, exige uma organização externa, para a aplicação do estatuto institucional.

A *lex societatis* exerce um certo magnetismo sobre os acordos parassociais. Alguns acordos parassociais, dependendo de 4 crité-

<sup>129</sup> Cfr. Luís de Lima Pinheiro, *Joint venture, contrato de empreendimento comum em direito internacional privado*, Edições Cosmos: Lisboa (1998), 861.

<sup>130</sup> Neste sentido, Tito Ballarino, *Diritto* cit., 139 e Lima Pinheiro, *Joint venture* cit., 868.

<sup>131</sup> Consoante a “percentagem da participação social dos sócios intervenientes, a duração e a intensidade do vínculo”, Rita Guimarães Fialho d’Almeida, *Os acordos parassociais: reflexão dogmática e jurisprudencial*, Coimbra (2019), 392. Tese de doutoramento.

<sup>132</sup> Estando sujeitos ao regime geral da invalidade dos negócios jurídicos, previsto no CC.

rios (representatividade, duração, grau de vinculação e tipo) poderão preencher este *quid*.

Os acordos parassociais, preenchida a estatuição, estarão sempre sujeitos ao magnetismo exercido pelo artigo 19 do CVM, independentemente da lei escolhida pelas partes.

*Ergo*, há liberdade de escolha da lei aplicável aos contratos parassociais, embora com certas limitações e, na ausência de escolha, a *lex societatis* revela-se, frequentemente, como a conexão mais estreita.

## 4.2 Contrato de participações sociais

Uma breve nota quanto ao contrato de participações sociais<sup>133</sup>. O regulamento Roma I poderá ser aplicado a este tipo de contratos, não se justificando uma repetição da análise já feita. Apenas um reparo: a expressão presente numa das exceções “obrigações que decorrem das letras” não será aplicável aos mesmos, como o demonstra a doutrina dominante<sup>134</sup>.

Os efeitos obrigacionais da transmissão das participações sociais serão regulados pelo regulamento Roma I, inexistindo qualquer pretensão da regulação desta matéria pelo código dos valores mobiliários<sup>135</sup>.

As partes terão de atender, no entanto, à lei pessoal do emitente quando for necessário determinar a lei aplicável à capacidade para a emissão de valores mobiliários, à forma de representação e o seu conteúdo (artigos 39 e 40 do CVM)<sup>136</sup>.

<sup>133</sup> Veja-se, com especial interesse, Maria Helena Brito, *Revisitando* cit.

<sup>134</sup> Veja-se, por todos, Dieter Martiny, *Art. 1 Rom IVO, MünchKommBGB*, Bd. 12 – *Internationales Privatrecht* II, 7.<sup>a</sup> ed., Beck: München (2018), An. 59.

<sup>135</sup> Helena Brito, *Revisitando* cit., 133.

<sup>136</sup> *Idem*.

## § 2.º A aplicação extraterritorial do direito dos EUA

### 5. Extraterritorialidade

A extraterritorialidade poderá definir-se, seguindo a noção apresentada por A. Barreto Menezes Cordeiro, como a “aplicação do Direito de um determinado Estado a atuações ou omissões que ocorram fora das suas fronteiras”<sup>137</sup>.

Dado que a aplicação da doutrina de extraterritorialidade apresenta um potencial para lesar a soberania de um 3.º estado e deteriorar as relações entre estados, existe um princípio internacional<sup>138</sup>: o princípio da cortesia internacional.

O princípio da cortesia internacional é o princípio, pelo qual um país, “reconhece a cada nação, dentro do seu território, o poder legislativo, executivo e judicial, com respeito pelos deveres internacionais e conveniência, e aos direitos dos seus próprios cidadãos ou de quem esteja sob a alçada do seus Direito”.<sup>139</sup>

No entanto, existem várias áreas do Direito onde existe aplicação extraterritorial. Na União Europeia, a proteção de dados<sup>140</sup> e o Direito da concorrência<sup>141</sup> são duas áreas onde a aplicação extraterritorial das normas é frequente e, por vezes, criticada.<sup>142</sup>

<sup>137</sup> António Barreto Menezes Cordeiro, *Direito dos valores mobiliários*, 1.ª ed., Almedina: Coimbra (2015), 151.

<sup>138</sup> O princípio da cortesia internacional (ou as regras da cortesia internacional) é reconhecido pelos Estados. E, claro, pelo órgãos jurisdicionais, como p.e, o TJUE, em diversas ocasiões. Cfr. por todos, o Acórdão gilly, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:61996CJ0336&from=EN> (No parágrafo 31, o tribunal justifica-se através das «regras da cortesia internacional e do respeito mútuo entre soberanias»).

<sup>139</sup> *Hilton v. Guyot*, 159 U.S. 113, 143 (1895), “*the recognition which one nation allows within its territory to the legislative, executive or judicial acts of another nation, having due regard both to international duty and convenience, and to the rights of its own citizens or of other persons who are under the protection of its laws*”.

<sup>140</sup> Sobre o tema, veja-se António Barreto Menezes Cordeiro, *Direito da Proteção de Dados à luz do RGPD e da Lei n.º 58/2019*, 1.ª ed., Almedina: Coimbra (2020).

<sup>141</sup> É extensa a bibliografia, neste campo, um natural destaque para o estudo realizado pelo U.S. Department of Justice; The Federal Trade Commission. *Antitrust Enforcement Guidelines for International Operations*, 1995.

## 6. Breve nota sobre o elemento de conexão do mercado asiático e os protocolos de entendimento

Para além do mercado norte-americano e europeu, destaca-se o mercado de valores mobiliários asiático, *maxime* a China e o Japão. Cabe, aqui, uma brevíssima nota sobre o elemento de conexão presente nestes países.

Está disponibilizado pelo próprio governo chinês, a tradução da *securities law of People's republic of china*, o que facilita a sua compreensão<sup>143</sup>, sendo que o principal elemento de conexão, pelo qual a República Popular da China, optou foi a emissão ou transação de valores mobiliários, na China.<sup>144</sup>

No Japão, de acordo com o FIEL<sup>145146</sup>, uma oferta de aquisição de uma empresa<sup>147</sup>, a qual sendo aceite, resulte na transferência de mais de 1/3 do controlo de uma sociedade, está sujeita à legislação japonesa e às regras relativas às OPAs obrigatórias.

Na doutrina norte-americana, por todos, Joseph P. Griffin, *Extraterritoriality in U.S. and EU Antitrust Enforcement*, 67 *Antitrust Law Journal* 159 (1999).

Na doutrina francesa destacamos: Marc-André Renold, *Les conflits de lois en droit antitrust – Contribution à l'étude de application internationale du droit économique*, Schulthess Polygraphischer Verlag: Zürich (1991), 144 e Laurence Idot, *Le controle des pratiques restrictives de concurrence dans les échanges internationaux*, Thèse: Paris II (1981), v. 2, 48.

<sup>142</sup> Por todos, “Muitos críticos [i.e., que criticam o alcance extraterritorial do direito dos EUA], todavia, não vislumbram o facto de que o TJUE aplicou, de forma expansiva, as leis da concorrência da União Europeia. Tribunais alemães, também, emitiram sentenças com efeitos extraterritoriais”, Schuster, Gunnar – *Extraterritoriality of securities laws: An economic analysis of jurisdictional conflicts*, *Law & Pol'y Int'l Bus* 26 (1994), 165.

<sup>143</sup> <http://english.mofcom.gov.cn/article/policyrelease/internationalpolicy/200703/20070304466356.shtml>.

<sup>144</sup> Art.º 2 da Securities Law of the People's Republic of China.

<sup>145</sup> Finance instrument and exchange law.

<sup>146</sup> Disponível em: <http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail/?id=2355&vm=02&re=02>.

<sup>147</sup> Inclui “*listed company, an over-the-counter registered company and any other company with a duty to file a securities report*” Cfr. FIEL, art.º 24.

Note-se que a escolha do elemento de conexão: *lex situs* consagrado pelos ordenamentos jurídicos, atualmente, é criticável<sup>148</sup> porque o modo como o titular se relaciona com o valor mobiliário é de forma indireta e desmaterializada. Existe um intermediário financeiro (titularidade indireta) e o registo é, na maioria dos casos, eletrónico (desmaterialização). Assim, na prática, a regra *lex situs* não parece revestir-se de uma importância central para o investidor.

Decorre do disposto que um valor mobiliário que seja admitido em vários mercados (P.e EUA, China e Portugal) poderá ter as 3 autoridades a reclamarem competência, cada uma no seu mercado interno.

Surgindo um conflito positivo, existem *protocolos de entendimento* entre as diversas autoridades.

A Relação entre a CMVM e a autoridade norte-americana SEC, está regulada por um protocolo de entendimento<sup>149</sup>, celebrado em maio de 2008. Este protocolo visa complementar os anteriores celebrados entre as entidades e incide sobre a partilha de informações. Esta partilha deverá incluir o aviso sobre algum facto que possa relevar e a partilha atempada de informações (Parágrafo 7). No entanto, *não visa criar algum dever ou direito* (Cfr. Parágrafo 8). Prevê-se que possa ser recusada a partilha de informações em dois casos: 1) *Se violar alguma norma jurídica local* 2) *Se a partilha for contrária ao interesse público ou a um interesse nacional essencial* (cfr. parágrafo 9 do protocolo de entendimento).

Note-se que estes tipos de protocolos são bastante comuns, a nível nacional ou europeu. A título de exemplo, a autoridade europeia (a ESMA) e a norte-americana (a SEC), em março de 2012, assinaram um memorando de Entendimento sobre Supervisão das

<sup>148</sup> No mesmo sentido, Maisie Ooi, *Shares and Other Securities in the Conflict of Laws*, Oxford University Press on Demand (2003).

<sup>149</sup> O protocolo de entendimento está no disponível no site da CMVM. Cfr. <https://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/AcordosComOutrasEntidades/Documents/protocoloCMVMeSEC.pdf>.

Agências de Rating<sup>150</sup>, que visa a partilha de informações, em moldes semelhantes aos anteriores.

O primeiro memorando de entendimento (também designado de “acordo”, pela CMVM), celebrado em outubro de 1997, entre a CMVM e a ESMA estabeleceu uma assistência mútua entre as duas autoridades (artigo 3) e um quadro de consultas (artigo 2). O fim último era o da melhor administração e a aplicação coerciva das leis (artigo 1). No entanto, poderá não existir troca de informações, entre outros casos, *se o interesse público ou a lei for lesada* (Secção 2 do artigo 3). Note-se que não se resume a troca de documentos, poderão ser utilizados meios de prova como o testemunhal ou realizar-se perícias (artigo 3, secção 1).

A China Securities Regulatory Commission (CSRC) e a CMVM<sup>151</sup>, também celebraram um protocolo. Este protocolo, mais abrangente do que os restantes, foi celebrado entre a CSRC e a CMVM, a 26 de outubro de 2004. Como principal objetivo visa estabelecer um quadro de cooperação, nomeadamente através de canais de comunicação, de crescente compreensão mútua, de troca de informação reguladora e técnica, bem como de assistência nas investigações (cfr. I secção, 1.º ponto)

Note-se que *não se pretende criar quaisquer obrigações legais* (cfr. I secção, ponto 2)

Estabelece-se, entre as entidades, a troca de informação compreendendo, entre outros aspetos, a “supervisão e monitorização das actividades de compensação e liquidação” (cfr. II secção, ponto 7) e a “cooperação e assistência técnica” (cfr. II secção, ponto 8).

Poderão ser trocados documentos, recolhido testemunhos, obtidos documentos de pessoas singulares e realizar-se inspeções (cfr. III secção).

A língua estabelecida como oficial para as comunicações é a inglesa (entendendo-se que a versão inglesa do memorando deverá prevalecer sobre as restantes, cfr. secção III).

<sup>150</sup> Cfr. [https://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/AcordosComOutrasEntidades/Documents/esma-sec\\_mou\\_march\\_2012.pdf](https://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/AcordosComOutrasEntidades/Documents/esma-sec_mou_march_2012.pdf).

<sup>151</sup> Disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/AcordosComOutrasEntidades/Documents/6a100bec2e434b38bbd32ee04067db5fChinalPT.pdf>

Em suma, da análise dos diversos protocolos de entendimento retiramos de que, perante a existência de um conflito, se estipula a troca de informação, no entanto, *não é uma obrigação legal* e existem sempre dois limites bastante importantes a observar a) *o interesse público* b) *o respeito pelas normas locais*, no nosso caso, as disposições nacionais (e, cada vez mais, europeias) relevantes.

## 7. Direito norte-americano

O direito dos valores mobiliários norte-americano assumiu-se, desde as suas origens, como um direito com pretensões extraterritoriais. Continuando a ter os dois maiores mercados de capitais<sup>152</sup>, os quais, em 2019<sup>153</sup>, apresentaram uma capitalização bolsista<sup>154</sup> e volume de trocas mensais, cerca de 6 vezes superiores, ao 3.º maior mercado<sup>155</sup> e bastante superior ao mercado europeu<sup>156</sup>. A sua importância é hegemónica e o seu contacto com vários ordenamentos jurídicos é inevitável<sup>157</sup>.

Existem duas vias principais para a aplicação do direito norte-americano: as ofertas públicas<sup>158</sup> e a existência de uma fraude. Ambas poderão levar a uma aplicação do direito norte-americano.

As duas disposições normativas norte-americanas mais relevantes, no campo da aplicação extraterritorial do direito norte-americano são: i) *o securities exchange act* (de ora em diante, *o exchange act*, como comumente denominado) e ii) *o securities act*.

<sup>152</sup> Respetivamente, o *New York Stock Exchange* (NYSE) e o *Nasdaq Stock Market* (Nasdaq).

<sup>153</sup> Os dados são da World Federation of Exchanges, “Monthly Reports- World Federation of Exchanges”, disponíveis em: [world-exchanges.org](http://world-exchanges.org).

<sup>154</sup> Também designada de capitalização de mercado.

<sup>155</sup> Em 2019, o Japan Exchange Group (JPX).

<sup>156</sup> Euronext. Em 2019, na 7.ª posição.

<sup>157</sup> No mesmo sentido, Barreto Menezes Cordeiro, ao declarar que um dos fundamentos é a “centralidade do mercado mobiliário” norte-americano, cfr. António Barreto Menezes Cordeiro, *Direito dos valores mobiliários* cit..

<sup>158</sup> Designadas, pelo direito americano, como *tender offers*.

O *exchange act* visa regular as *reporting companies*<sup>159</sup>, i.e., as sociedades americanas e as estrangeiras que estejam sujeitas a submeter relatórios por via da secção 13 (a) ou 15 (d) do *exchange act*. As principais regras estabelecidas relacionam-se com deveres de comunicação e transparência.

Após a alteração das regras do *exchange act*, denominada de *Williams act*, passaram a ser reguladas, também, as ofertas públicas e determinou-se a possibilidade da aplicação extraterritorial<sup>160</sup>, de determinadas normas.

O *securities act*, por sua vez, visa regular as ofertas e vendas de valores mobiliários. Estabelece, essencialmente, um dever de registo dos valores mobiliários, caso não esteja preenchida nenhuma das exceções previstas. Caso exista uma oferta pública de troca, de um valor mobiliário por outro, ou esteja prevista a votação, pelos *shareholders*, para determinar o sucesso da oferta.

O sistema regulatório norte-americano não se esgota nestas duas disposições normativas. As leis de vários estados, dentro dos EUA, serão potencialmente aplicáveis quando a oferta pública inclua uma troca de valores mobiliários<sup>161</sup>. Apesar da ressalva efetuada, tem existido um esforço considerável de harmonização e, desde 1996, que as situações em que é necessário o registo, num determinado Estado, encontram-se substancialmente reduzidas.

<sup>159</sup> Em certas condições, alguns indivíduos que estejam relacionados com a sociedade, também, terão alguns deveres legais.

<sup>160</sup> Alan P.W. Konevsky/Jessica King, *America Sans Frontières? Cross-border Business Deals: Excluding U.S. Shareholders After Morrison*, M&A J., at 18, 18-19 Nov. 2010.

<sup>161</sup> A regulação intra-estadual, das ofertas públicas, tem uma longa história, com a doutrina norte-americana a distinguir entre várias gerações legislativas e chegando múltiplos casos ao *supreme court*. Não é este o local indicado para desenvolver o tema ou pronunciar-nos sobre a (in)constitucionalidade mas indica-se, aos interessados, Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law*, 6.<sup>a</sup> ed., LexisNexis: New York (2014), 439 e ss. e Joseph V. Cuomo, *State Regulation of Hostile Takeovers: The Constitutionality of Third Generation Business Combination Statutes and the Role of the Courts*, vol. 64, n.º 1 (1989). Disponível em: <https://scholarship.law.stjohns.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1874&context=lawreview>.

## 7.1 Ofertas públicas

### História:

De acordo com as regras presentes no *Williams act*<sup>162</sup>, a qualquer oferta pública, dirigida a um valor mobiliário, em que seja titular, um residente nos EUA será aplicável o *Williams act*.

Note-se que a abordagem americana resulta em potenciais conflitos jurisdicionais dado que a opção pela proteção dos titulares, residentes nos EUA, contrasta com a abordagem regulatória dos restantes países que, como vimos, optam pela escolha do mercado como elemento de conexão.

Esta posição, tomada pelos EUA, foi bastante polémica. Os principais argumentos contrários a uma aplicação extraterritorial consideram, em primeiro lugar, a aplicação como imprudente e como uma afronta à soberania dos restantes países<sup>163</sup>. Em segundo lugar, como uma restrição injustificada às sociedades emitentes e investidores que preferam uma abordagem regulatória mais relaxada. Isto porque se os investidores americanos sabem que serão aplicadas as disposições norte-americanas, podem optar por investir em sociedades estrangeiras, para criar restrições regulatórias.

Os defensores da posição americana, consideram que a aplicação não só não é ofensiva, utilizando as palavras de um tribunal norte-americano, “se as nossas disposições antifraude são mais rígidas que as do Luxemburgo, o país, certamente, não ficará ofendido com a sua aplicação”<sup>164</sup> como, também, não consideram que cause qualquer tipo de competição regulatória porque o investidor típico não tem um conhecimento suficiente de direito estrangeiro e, mesmo que o tenha, não é certo que leve às consequências defendidas, podendo os investidores americanos optarem por decisões de desinvestimento.

<sup>162</sup> Bourtin, *United States Regulation of Foreign Takeovers*, 70 Tul. L. Rev. 1609 (1996), 1616 e ss. (analisando a jurisprudência).

<sup>163</sup> Fisch, *Imprudent Power: Reconsidering U.S. Regulation of Foreign Tender Offers*, 87 Nw. U. L. Rev. (1993), 523, 525.

<sup>164</sup> IIT (An International Investment Trust) v. Cornfeld, 619 F.2d 909 (2nd Cir. 1980).

As críticas apresentadas e a relativa frequência com que investidores americanos começaram a ser excluídos de OPAs<sup>165</sup>, suscitaram uma alteração legislativa, relativamente recente. Assim, as regras transnacionais da SEC, permitem que algumas sociedades estrangeiras possam estar isentas da aplicação das regras norte-americanas mesmo que existam investidores norte-americanos.

Desse modo, o prático do Direito terá de estar familiarizado com as exceções estabelecidas dado que, numa sociedade cotada em bolsa, num contexto de globalização e democratização da bolsa<sup>166</sup>, facilmente, poderá existir um investidor residente nos EUA, numa sociedade estrangeira (inclusive, portuguesa).

Não existe uma definição de oferta pública<sup>167</sup> que esteja presente na legislação americana. A jurisprudência americana<sup>168</sup>, trabalhou o conceito, identificando 8 elementos que, isoladamente ou em conjunto, determinam a existência de uma oferta pública.

Podem caber no conceito vários tipos de valores mobiliários, com destaque para as ações e obrigações (*shares* e *bonds*). Assim, apesar de, na tradução, de algumas expressões se ter preferido uma referência a ações, não se deve entender que os outros valores mobiliários não poderiam preencher o teste.

Este teste, denominado de “*Wellman test*”, utilizado pela jurisprudência<sup>169</sup> e pela SEC<sup>170</sup>, consiste nos seguintes elementos:

<sup>165</sup> Lander, *SEC Rules for Cross-Border Tender Offers, Exchange Offers, and Business Combinations*, International Lawyer 2002, 237.

<sup>166</sup> Nunca existiram tantos investidores como hoje e os mercados atingem novos recordes. E se é verdade que a bolsa portuguesa continua a não ser das mais atraentes, não nos parece descabido prever que a evolução da tecnologia, permita uma tendencial maior oferta de mercados bolsistas, até por (atuais e futuras) empresas e *startups*, em moldes semelhantes (com uma redução de custos substanciais face a meios mais tradicionais de investimento e mais próximo das novas gerações) aos disponibilizados por empresas como a Robinhood e a Revolut. Assim, poderá existir um crescimento substancial de investidores em bolsa portugueses por estrangeiros que pretendam diversificar o seu investimento.

<sup>167</sup> Designadas por *Tender offer*.

<sup>168</sup> Veja-se, por todos, *Wellman v. Dickinson*, U.S. District Court for the Southern District of New York e *SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc.*, 760 F.2d 945, 950 (9th Cir. 1985).

<sup>169</sup> Ver n.d.r anterior.

<sup>170</sup> Utilizado, regularmente, cfr. SEC Interpretation: Commission Guidance on Mini-Tender Offers and Limited Partnership Tender Offers, Release No. 34-43069 (July 31, 2000).

1. A procura incessante, por vários participantes, no mercado, de uma ação que pertence à sociedade visada.
2. Uma oferta é apresentada para a aquisição de uma percentagem significativa dos valores mobiliários.
3. A oferta tem um preço superior ao valor de mercado (o *premium*).
4. As condições da oferta são rígidas e não-negociáveis
5. A oferta está dependente da aquisição de um número mínimo e, frequentemente, estipula um limite máximo de valores mobiliários.
6. A oferta está limitada por um prazo.
7. É exercida uma pressão para que sejam vendidas as ações
8. Anúncios públicos da pretensão de adquirir as ações de uma sociedade visada precedem ou acompanham as transações de uma parte substancial das mesmas.

A construção jurídica assenta num sistema móvel<sup>171</sup>. I.e., não se exige que todos os elementos estejam presentes e o peso, que cada elemento tem, é variável, consoante o caso concreto.

No entanto, no caso *SEC vs Carter Hawley Hale Stores, Inc.*, o tribunal considerou o seguinte: apesar de não necessitarem de estar presentes todos os elementos, não basta a presença de, apenas, dois elementos.

Uma oferta que seja estruturada, de tal forma que pressione os titulares dos valores mobiliários à venda, caberá, *a priori*, no conceito.

Para além do teste referido, alguma<sup>172</sup> jurisprudência<sup>173</sup>, tem aplicado o teste “*totality of the circumstances*”<sup>174175</sup>, para determinar

<sup>171</sup> Sobre a origem do conceito de sistema móvel, veja-se a n.d.r 42.

<sup>172</sup> Considerando, também, esta jurisprudência minoritária: Review, Washington and Lee Law – The Tender Offer: In Search Of A Definition, 43 Wash. & Lee L. Rev. 901 (1986), pg. 917. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2876&context=wlulr>.

<sup>173</sup> Veja-se *Rand v. Anaconda-Ericsson, Inc.*, 794 F.2d 843, 848-49 (2d Cir. 1986), cert. denied, 479 U.S. 987 (1986) (citando *Hanson Trust PLC v. SCM Corp.*, 774 F.2d 47 (2d Cir. 1985)).

<sup>174</sup> Numa tradução livre, o teste que considera “todas as circunstâncias”.

<sup>175</sup> Também denominado de *shareholder identification test*.

se uma transação é uma oferta pública que deverá estar sujeita à tutela da SEC e a um conjunto de regras.

Este teste surgiu após diversas críticas ao anterior, em 1985, no Court of Appeals for the Second Circuit in *Hanson Trust PLC v. SCM Corp.* Apesar da popularidade do anterior teste e da sua ampla divulgação, era considerado como um teste pouco pragmático.

Neste contexto, os tribunais, examinam as consequências da ausência de uma divulgação, nos termos do 14 (d) (1). Caso exista um risco substancial de que, o oferente, não apresente as informações necessárias, para uma decisão adequada, por parte dos *shareholders*, a oferta deverá ser submetida a essas regras.

As ofertas particulares, na visão do tribunal, dado o grau menor de publicidade necessitam da participação de investidores sofisticados que terão uma menor probabilidade “de se sentirem pressionados, confusos ou desinformados quanto às decisões face aos investidores que recebam ofertas públicas”.<sup>176</sup>

Assim, a SEC<sup>177</sup>, tem apresentado um especial interesse em determinar se a proteção conferida, no âmbito da OPA, se revela especialmente necessária, dada a natureza da transação<sup>178</sup>, procurando a existência de um “risco substancial derivado da carência de informação necessária para uma tomada de decisão informada face à oferta”<sup>179</sup>.

Em suma, através do teste “*totality of circumstances*”, a SEC e/ou o tribunal, procuram um risco substancial da tomada de uma decisão (de desinvestimento na sociedade) desinformada, por parte dos *holders*, ou algum benefício que os mesmos teriam se existisse o cumprimento das várias regras relativas às ofertas públicas (*tender offers*), como a disseminação de informação, um prazo mais alargado e as disposições relativas ao preço da oferta.

<sup>176</sup> Acórdão *Hanson Trust* já referido. Parágrafo 56.

<sup>177</sup> Este interesse é reconhecido pelos participantes no mercado bolsista. Assim, são aplicados os dois testes pela sociedades, na correspondência com a SEC. Veja-se, por todos, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/278130/000110465909064497/filename1.htm>.

<sup>178</sup> Por vezes, também designado por “*Hanson trust test*”.

<sup>179</sup> Acórdão *Hanson Trust* já referido. Parágrafo 57.

Por fim, um teste que não teve uma adesão jurisprudencial significativa<sup>180</sup>, foi o “*two step*”<sup>181</sup>, onde bastaria determinar: 1) A existência de um anúncio público 2) A aquisição de um número significativo de ações. A simplicidade deste teste torna-o bastante limitado e não permite resolver casos com algumas nuances.

### 7.1.1 Regras

As ofertas públicas, têm, na secção 14 (d) e (e), do *securities exchange act*, as regras principais estabelecidas.

A secção 14 (d) tem um conjunto de regras, com alguma complexidade, as quais deverão ser acompanhadas, na sua interpretação, pela regulação 14 D, i.e., as regras adotadas pela comissão (SEC) relativas à secção.

Não é este o foco do nosso estudo, bastando uma breve referência: estas regras aplicam-se às ações registadas, de acordo com a secção 12, que envolvam, como resultado da sua transferência, a titularidade (in)direta, de um valor superior a 5% do total.

As disposições legislativas mais relevantes, para o nosso estudo, são as regras da secção 14 (e) e as da regulação 14 E:

Estas preveem regras antifraude e um conjunto de regras procedimentais que são aplicáveis a qualquer valor mobiliário, seja ele americano ou estrangeiro. São a principal base para a aplicação extraterritorial das disposições norte-americanas a OPAs.

As regras quanto ao registo, previstas na secção 5 (e), determinam que nenhum valor mobiliário poderá ser vendido ou oferecido, utilizando *US jurisdictional means*<sup>182</sup>, sem que esteja prevista uma exceção ou isenção.

As exceções estão previstas e sofreram uma evolução recente. A primeira, em 1999 e a segunda, ainda mais recente, em 2008.

<sup>180</sup> No mesmo sentido, Jerry W. Markham and Rigers Gjyshi, *Research Handbook on Securities Regulation in the United States*, Edward Elgar Publishing: Cheltenham (2014), 265.

<sup>181</sup> S-G Sec Inc. V. Fuqua Inv. Co, 466 F. Sup. 1114, (D.C. Mass, 1978).

<sup>182</sup> A definição de *US jurisdictional means* será exposta no próximo capítulo.

Alguns exageros na aplicação do direito norte-americano, a casos que tinham uma ligação bastante ténue, levaram a uma exclusão de investidores com residência nos EUA, por diversas OPAs. De certo modo, um direito que se revelou demasiado protetor dos seus investidores, chegando a alguns extremos, acabou por prejudicar os investidores norte-americanos, ao reduzir as oportunidades de investimento<sup>183</sup>, e por prejudicar as relações do país com terceiros, receber críticas de diversos países.<sup>184</sup>

Assim, foram consagradas exceções consoante a percentagem de investidores norte-americanos, que visaram colmatar os defeitos referidos, em 1998 e em 2008<sup>185</sup>, e incentivar a inclusão de investidores norte-americanos em ofertas públicas.

As exceções existem:

- i) No regulamento S, para transações *offshore*<sup>186</sup>
- ii) para ofertas particulares<sup>187</sup>
- iii) para OPAs internacionais que preencham a regra 802, do *Securities act*<sup>188</sup>
- iv) quando um tribunal ou entidade governamental aprove os termos e ofertas considerando-os justos, entre outros requisitos específicos<sup>189</sup>

<sup>183</sup> Neste sentido, demonstrando preocupação com a exclusão de investidores norte-americanos, pronunciou-se a própria SEC. Cfr. Cross-Border Tender Offerings, Business Combinations, and Rights Offerings, SEC Release No. 33-7611 (November 18, 1998).

<sup>184</sup> Genevieve Beyea, *Transnational Securities Fraud and the Extraterritorial Application of U.S. Securities Laws: Challenges and Opportunities*, 1 Global Bus. L. Rev. 139 (2010-2011), 140.

<sup>185</sup> Cross-Border amending release (December 8, 2008).

<sup>186</sup> Securities Act Regulation S Rules 901–905, 17 C.F.R. § 230.901–905 (2015).

<sup>187</sup> Para além da definição já apresentada de *tender offer*, não é este o local para desenvolver mais o conceito de oferta particular, ver: SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953) (Aplicando o antecessor do atual artigo, mas, em traços gerais, os princípios são idênticos). As disposições legislativas mais relevantes encontram-se no Securities Act § 4(a)(2) e ss..

<sup>188</sup> Relativo a uma troca de valores mobiliários. Só estará disponível a) se existir um número reduzido de valores mobiliários que sejam de investidores americanos (10%), b) a sociedade não estiver sujeita a deveres de registo, nos EUA e c) os investidores americanos estejam em condições, pelo menos, tão favoráveis como os de outras nacionalidades.

<sup>189</sup> As regras estão previstas no Securities Act § 3(a)(10) mas serão, na prática, dificilmente, preenchidas.

### **Isonções de 1.º grau (*Tier I exemptions*)**

A denominada isenção de 1.º grau, permite que a aplicação das disposições legislativas, base para a aplicação extraterritorial do direito norte-americano, presentes nos artigos 14 (d) (1) a 14 (d) (7) do *Exchange act* e as regras 14-d-1 a 14d-11, da regulação 14 D, conjugada com as regras 14e-1 e 14e-2, da regulação 14 e, possam ser afastadas.

Quando os investidores norte-americanos, sejam titulares de um valor inferior a 10% dos valores mobiliários, os oferentes, apenas, necessitam de apresentar uma versão, em inglês, do prospeto<sup>190</sup>, preparado sob a alçada do direito estrangeiro.<sup>191</sup> *Tier I exemptions*.

No essencial, terá de existir um respeito pelo princípio da igualdade, devendo ser oferecidas, pelo menos, condições tão favoráveis aos investidores americanos como aos restantes.<sup>192</sup>

### **Isonções de segundo grau (*Tier II exemptions*)**

Quando os investidores norte-americanos, sejam titulares de um valor entre 10 e 40% dos valores mobiliários, a oferta terá de obedecer às regras norte-americanas, mas existem algumas exceções (nomeadamente, às regras 14D e 14E).

As exceções consagradas, na regra 802, determinam uma isenção da necessidade de registo, caso os critérios, substancialmente semelhantes às isenções de 1.º grau, sejam preenchidos *Tier II exemptions*.

### ***US jurisdictional means***

O oferente, ao estruturar uma OPA, pode optar por não estender a oferta a investidores americanos. As razões, para essa decisão, são

<sup>190</sup> As futuras alterações, também, deverão ser disponibilizadas aos investidores americanos, em inglês.

<sup>191</sup> Como decorre do artigo 14d-1(c)(4), do securities Exchange act, conjugado com 17 CFR § 240.14d-1 - Scope of and definitions applicable to Regulations 14D and 14E.

<sup>192</sup> Caso a OPA, envolva uma troca de valores mobiliários e esteja registada ou isenta de registo, poderão ser excluídos os estados que proíbam a OPA ou obriguem ao registo, respetivamente. Nesses casos deverá ser oferecido uma alternativa, em dinheiro.

inúmeras, destacando-se: a redução de custos e a possibilidade de futuros conflitos<sup>193</sup>.

Estruturar uma oferta que escape a um alcance extraterritorial do direito norte-americano, não é fácil, é desincentivado pela SEC<sup>194</sup>, e, frequentemente, o direito norte-americano será potencialmente aplicável, caso não sejam tomadas as medidas adequadas.

A abordagem que a jurisprudência norte-americana tem aceite é a de que não é necessário um registo, se a OPA for estrangeira<sup>195</sup>. O entendimento da SEC tem sido o de reconhecer que “os oferentes estrangeiros podem estruturar as OPAS, de forma a excluir a aplicação das regras americanas”.<sup>196</sup> Isto, claro, sem prejuízo da (possível) aplicação de disposições antifraude.

A melhor forma de evitar a aplicação, das disposições antifraude, será conjugar a ideia de que a OPA deverá ser direcionada, apenas, a investidores estrangeiros com uma opção pela não utilização de qualquer meio de comunicação norte-americano (incluindo, telefone ou *internet*) por parte de qualquer participante, na oferta.

O primeiro obstáculo (não inclusão de investidores norte-americanos), exige um esforço de identificação da nacionalidade de cada investidor. Bastará, em princípio, que a informação de que a oferta não se estende aos EUA e nenhuma informação se destina aos seus investidores, seja reiterada, constantemente.

Os práticos do Direito, poderão optar, por colocar avisos nos documentos utilizados, com a indicação de que não deverão ser utilizados/distribuídos, nos EUA<sup>197</sup>. Devem ser dadas instruções para

<sup>193</sup> Hannah L. Buxbaum, *Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict*, 46 COLUM. J. TRANSNAT'L L. 14, 63-64 (2007).

<sup>194</sup> Veja-se a Cross-Border amending release (December 8, 2008).

<sup>195</sup> Exchange Act § 30(b), 15 U.S.C. § 78dd (2012). Veja-se, também, neste sentido: John M. Basnage/William J. Curtin III, *Cross-border tender offers and other business combination transactions and the US federal securities laws: an overview*, *The Business Lawyer* 71.2 (2016), 459-538, 520.

<sup>196</sup> Ver, por todos, o 2008 Cross-border Proposing Release, 2008 WL 1989775, \*50–53 (Part II.G.2)

<sup>197</sup> A prática não é rara nem inclui, apenas, OPAs. Vários serviços, apenas, se encontram disponíveis a investidores que não sejam residentes, nos EUA ou são estruturados de modo a evitar a aplicação das disposições norte-americanas. Veja-se, no caso das criptomoedas,

que os intermediários não utilizem nenhum meio de comunicação norte-americano e que toda a publicidade dada à oferta deverá ser estruturada de forma a restringir o contacto, com os EUA, a um mínimo<sup>198</sup>.

Por fim, embora a regra 14 d- 1 (e), pareça dar alguma margem para a presença de jornalistas norte-americanos<sup>199</sup>, a sua presença enfraquece o argumento de que não foram utilizados qualquer tipo de *american means*, pelo que, na prática<sup>200</sup> costuma excluir-se perguntas de qualquer residente nos EUA.

Estas são as práticas mais comuns, utilizadas em vários escritórios de advogados europeus,<sup>201</sup> que visam minimizar o risco de aplicação do direito norte-americano.

Existem 2 grandes obstáculos à pretensão de exclusão dos investidores norte-americanos:

1) Possibilidade de se excluir investidores norte-americanos ao abrigo da lei nacional: o caso português.

No direito português, à partida, não parece existir esta possibilidade. Estabelece-se, no artigo 112 do CVM que “as ofertas públicas devem ser realizadas em condições que assegurem tratamento igual aos destinatários” e a exceção à regra, do artigo 124/2 do CVM, é apenas relativa ao preço da oferta, ressalvando “a possibilidade de

o artigo da Forbes: <https://www.forbes.com/sites/michaeldelcastillo/2020/10/29/leaked-tai-chi-document-reveals-binances-elaborate-scheme-to-evade-bitcoin-regulators/?sh=d-634ced2a926>.

<sup>198</sup> Incluindo o planeamento da própria oferta. Veja-se a jurisprudência relativa às disposições antifraude norte-americanas, *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, 519 F.2d 992–93 (2d Cir. 1975).

<sup>199</sup> Excluindo, p.e, relações já previamente constituídas.

<sup>200</sup> Neste sentido, por exemplo, Peter Castellon, *partner* da sociedade de advogados Proskauer Rose LLP, “*The bidder should not allow journalists or shareholders in the United States or from U.S. publications access to press conferences, analyst presentations, meetings or teleconferences.*” in *Public Targets: U.S. regulation of cross-border business combinations*, p. 4. Disponível em: <https://prfirmppwwcdn0001.azureedge.net/prfirmstgacctppwwcdn-cont0001/uploads/de38701e94ffc53fd7d30ef8b23c7e89.pdf>.

<sup>201</sup> Edward F. Greene et al., *Toward a Cohesive International Approach to Cross-border Takeover Regulation*, 51 U. MIAMI L. REV. 823, 825–26 (1997) e John M. Basnage/William J. Curtin III, *Cross-border tender offers and other business combination transactions and the US federal securities laws: an overview*, *The Business Lawyer* 71.2 (2016), 459-538, 520.

preços diversos consoante as categorias de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do oferente.”.

Numa OPA voluntária, será mais duvidoso que se possam excluir os investidores norte-americanos dado que estão previstas ofertas públicas que não visem a aquisição da totalidade das ações (artigo 173/2 do CVM). Tendo em conta o exposto, parece possível estruturar-se uma OPA voluntária em que se excluam investidores residentes, nos EUA. Embora tal pareça ser contrário ao princípio da igualdade estabelecido no artigo 112 do CVM, a verdade é que em alguns casos até se poderá, potencialmente, revelar mais vantajosa a potencial violação da disposição normativa portuguesa face à possibilidade de intervenção da SEC e de litígios além-mar.

Esta exclusão não será possível, na oferta pública de aquisição obrigatória, dado que esta visa a “totalidade i) das ações e ii) de outros valores mobiliários”<sup>202</sup> (artigo 187 do CVM) e, não, apenas uma parte.

2) O prejuízo causado aos investidores residentes nos EUA.

O oferente deverá ter em conta os prejuízos que causa aos mesmos, levando em conta o valor do *premium* que oferece face ao preço normal e qual a liquidez que as ações têm (antes e depois da OPA).

### 7.1.2 Consequências da aplicação do direito norte-americano

a) Em termos gerais<sup>203</sup>, a oferta terá de estar disponível num período de pelo menos 20 *U.S. business days*<sup>204</sup>, não estando definido um limite máximo. No entanto, a SEC demonstra alguma flexibilidade quando esta regra entra em conflito com outras regras a que o oferente esteja adstrito.<sup>205</sup>

<sup>202</sup> Neste sentido, José Ferreira Gomes/Diogo Costa Gonçalves, *Manual cit.*, 123.

<sup>203</sup> Cfr. Exchange act, regra 14e-1(a).

<sup>204</sup> Ou seja, os dias úteis, excluindo feriados (nos EUA) e os fins-de-semana.

<sup>205</sup> Veja-se, por todos, Cash Tender Offer by SoFFin for Ordinary Shares and ADRs of Hypo Real Estate Holding AG, SEC No-Action Letter, 2009 WL 1112793 (Apr. 15, 2009).

b) A permissão de uma alteração do período estabelecido para a OPA, caso haja um anúncio público e uma extensão formal da oferta<sup>206</sup>. Esta prática entra em conflito com outras jurisdições<sup>207</sup>, embora em países como a Alemanha também seja a regra, podendo levar à responsabilização do oferente.

c) Prazo de pagamento curto (geralmente, 3 dias<sup>208</sup>) caso contrário, devem ser devolvidos os valores mobiliários. Na prática<sup>209</sup>, a comissão relaxou este requisito, em particular, quando o oferente beneficie de uma *tier ii exemption* e o direito da sociedade visada permite um prazo mais alargado.

d) Regras antifraude. Merecem um capítulo autónomo, por isso, serão desenvolvidas estas regras posteriormente.

e) A sociedade visada deverá responder à oferta (recomendendo ou não a aquisição), num prazo de dez dias<sup>210</sup> (10 *US business days*).

f) Proibição de aquisições de valores mobiliários, fora da OPA<sup>211</sup>. Na prática, algumas restrições foram estabelecidas a esta regra<sup>212</sup>.

g) O regulamento M<sup>213</sup> que estabelece, em termos gerais, a proibição da sociedade oferente, intermediários e sociedade visada, adquirirem ou incentivarem terceiros a adquirir valores mobiliários, num período entre 1 a 5 dias, antes do anúncio da oferta até à sua expiração. Não existiram alterações a este preceito normativo e as exceções consagradas não se aplicam às OPAs internacionais.

<sup>206</sup> A Regulation 14E apenas condiciona o período subsequente aos dois requisitos mencionados.

<sup>207</sup> No Reino Unido, Hong Kong e Singapura, os oferentes têm de terminar a oferta, assim que as condições pré-estabelecidas sejam alcançadas.

<sup>208</sup> Cfr. Exchange act, regra 14e-1(c).

<sup>209</sup> Veja-se, por todos, Banco Santander, S.A., Exchange Offers, SEC No-Action Letter, 2014 WL 4827361 (Sept. 18, 2014).

<sup>210</sup> Exchange Act, regra 14e-2(a).

<sup>211</sup> Exchange Act, regra 14e-5.

<sup>212</sup> Destaca-se os casos da sociedade visada estar sujeita ao direito do Reino Unido, a sociedade enquadrar-se na *tier i exemption* ou na *tier ii exemption*. Cfr. As regras 14e-5(b)(9) e (10).

<sup>213</sup> Exchange Act Regulation M.

No entanto, a SEC tem estabelecido, numa base casuística, um conjunto restrito de exceções<sup>214</sup>.

### **Período temporal**

O oferente terá um período de 90 dias, após o primeiro anúncio da oferta<sup>215</sup>, para beneficiar destas exceções. O período será entre os 60 dias anteriores ao anúncio da OPA e os seus 30 dias posteriores<sup>216</sup>.

### **Como determinar o número de investidores americanos?**

O teste mais comum é designado de “*look-through*”, através do qual o oferente terá de consultar<sup>217</sup> os intermediários (bancos, *brokers*, etc) que estejam i) Nos EUA ii) No país onde a sociedade visada esteja registada iii) No país onde se situe o mercado (se distinto)<sup>218</sup>. Deve, também, incluir, no cálculo, todas as ações que sejam *American depositary shares*<sup>219220</sup>.

O critério é o de razoabilidade que se encontrará (ou não) preenchido, caso sejam, pelo menos, efetuadas diligências que averiguem a existência de relatórios enviados aos EUA, os relatórios anuais de contas e, não sendo hostil, se solicitem as informações à sociedade visada.

<sup>214</sup> Neste sentido, veja-se, The Royal Bank of Scotland Group plc, SEC No-Action Letter, 2007 WL 2317453 (July 23, 2007).

<sup>215</sup> Veja-se o Final Rule: Commission Guidance and Revisions to the Cross-border Tender Offer, Exchange Offer, Rights Offering, and Business Combination Rules and Beneficial Ownership Reporting Rules for Certain Foreign Institutions, 73 Fed. Reg. 60050, 60052 (9 Outubro, 2008) [a partir daqui referido como 2008 Cross-border Release] 2008 Cross-border Release, com mais detalhes, em particular, pp.55-56.

<sup>216</sup> Cfr. Exchange Act Rule 14d-1, 17 C.F.R. § 240.14d-1.

<sup>217</sup> De acordo, com o Exchange Act, Rule 14d-1.

<sup>218</sup> Instruction 2(iii) to paragraphs (c) and (d) of Rule 14d-1 em SEC Compliance and Disclosure Interpretations on Cross-Border Exemptions, Question 101.08 (October 17, 2018).

<sup>219</sup> Cfr. Instruction 2(ii) to paragraphs (c) and (d) of Rule 14d-1, em SEC Compliance and Disclosure Interpretations on Cross-Border Exemptions, Question 101.08 (October 17, 2018).

<sup>220</sup> Ou seja, ações de uma sociedade estrangeira que estejam depositadas e disponíveis para aquisição, nos EUA. “*An American depositary share (ADS) is an equity share of a non-U.S. company that is held by a U.S. depositary bank and is available for purchase by U.S. investors.*”, Cfr. <https://www.investopedia.com/terms/a/ads.asp>.

Caso se justifique, poderia optar-se por um teste alternativo (*Average daily trading test*), no entanto, a SEC tem adotado um entendimento muito restritivo<sup>221</sup>, limitando a casos em que não exista negociação. De qualquer modo, este teste consubstancia-se, essencialmente, numa rápida consulta do *Average daily trading volume*, das ações, nos EUA.

Note-se que, na prática, exigências decorrentes da proteção de dados<sup>222</sup>, a não existência de deveres legais de divulgação da informação (por parte dos intermediários) ou algum tipo de registo, esta tarefa poderá revelar-se difícil ou impossível.

Mesmo que se revele difícil, ou mesmo impossível, determinar o número de investidores norte-americanos, o oferente está adstrito a um dever de “*look through*” diligente, uma análise de boa fé<sup>223</sup> e, apenas, depois de cumprir esse dever e de verificar que não consegue obter a informação de qual é a quantidade de valores mobiliários de residentes nos EUA, é que poderá assumir que a residência dos investidores corresponde à do *nominee*<sup>224 225</sup>.

Na prática, poderá revelar-se (bastante) mais vantajoso, para o oferente proceder a uma *Securities Act registration*, para evitar a violação da *Securities Act Section 5* e as respetivas consequências, incluindo a possibilidade de sanção pela SEC e de indemnização aos investidores residentes nos EUA<sup>226</sup>.

<sup>221</sup> SEC release no. 33-8957 (December 8, 2008). Commission Guidance and revisions to the cross-border tender offer, exchange offer, rights offerings, and business combination rules and beneficial ownership reporting rules for certain foreign institutions.

<sup>222</sup> Barreto Menezes Cordeiro, *Direito da Proteção de Dados* cit.. Veja-se sobre os princípios, incluindo o da confidencialidade, a p. 152 e ss. e o essencial desenvolvimento das diversas regras aplicáveis.

<sup>223</sup> Veja-se C&DI Question 101.04. (October 17, 2018), relativa à aplicação das Instructions to Exchange Act Rules 14d-1(c) and (d) e a Securities Act Rule 800(h) onde a SEC esclarece: “*Reasonable inquiry*» for purposes of these instructions and rules dictates that a good faith inquiry, including queries to nominees, must be made even where responses are not likely to be forthcoming or may be incomplete.”

<sup>224</sup> Sobre a definição deste conceito, veja-se, mais uma vez: <https://www.investopedia.com/terms/n/nominee.asp>.

<sup>225</sup> Cfr. Instruction 2.iv to Rules 14d-1(c) and (d), e Rule 800(h)(4).

<sup>226</sup> A violação poderá revelar-se bastante cara. Não apenas pela possibilidade de um panóplio de sanções mas, também, pela responsabilidade civil subsequente, cfr. Secção 12 do

Posteriormente, caso o número de investidores residentes nos EUA, corresponda a um número menor do que 10%, qualificando para uma *tier i exemption*, que dispensa de registo, proceder-se à retirada desse registo (cfr. *Securities Act Rule 477*).<sup>227</sup>

## 7.2 Civil Cases (e, em especial, a fraude)

Um esclarecimento prévio quanto a esta questão impõe-se: a SEC tem competência para todas as ações cíveis<sup>228</sup> e o departamento de justiça dos EUA, para as ações de âmbito penal.

A SEC tem autorização expressa para a sua ação publica e regulatória. Não existe qualquer dúvida quanto à sua competência para as *tender offers* (OPAs), a que nos referimos no capítulo anterior. A dúvida surgiu, *apenas*, quanto à sua capacidade para regular a fraude, nos moldes típicos do teste *conduct and effects*, com as consequências conhecidas (aplicação extraterritorial do direito).

Atualmente, na Secção 929P(b)(2) do *Dodd-Frank Act*, está estabelecida a sua capacidade para tal. O critério positivado é o *conduct and effect test*.

O congresso, após a decisão *Morrison*, assim o disse expressamente, “O supremo, na semana passada, declarou que a secção 10 (b) do *exchange act*, se aplica, apenas, a valores mobiliários transacionados, nos EUA. (...) [uma] presunção contra a extraterritorialidade. (...) Esta lei (...) pretende tornar claro que o congresso pretende uma aplicação extraterritorial, nos casos, que sejam da [competência do] SEC ou do departamento de justiça”<sup>229</sup>

Exchange Act. Sobre o tema, veja-se Stephen D. Bohrer, *The Application of U.S. Securities Laws to Overseas Business Transactions*, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol. 11:126 (2005), 127.

<sup>227</sup> Cfr. C&DI Question 101.09 (October 17, 2018), relativa à aplicação das Instructions to Exchange Act Rules 14d-1(c) and (d) e a Securities Act Rule 800(h).

<sup>228</sup> No sentido de *Civil enforcement* e, não, de se afirmar a que ramo do direito pertence direito dos valores mobiliários.

<sup>229</sup> Cfr. 156 Cong. Rec. H5237 (daily ed. June 30, 2010), Statement of Rep. Kanjorski, author of Section 929P(b)), disponível em: <https://www.congress.gov/congressional-record/volume-156/house-section/page/H5237>. Note-se que esta declaração, do rep. Kanjorski, rela-

Onde não existe um consenso na doutrina e jurisprudência norte-americana é quanto a *civil cases*.

Ao abordar este tema, dada a sua importância, pode falar-se de um período pré-Morrison, do caso Morrison e o período atual, de incerteza, o pós-Morrison.

Um foco na importância que este caso teve, ao revolucionar a jurisprudência anterior, permite-nos explicar a visão jurisprudencial americana atual.

As regras antifraude estão previstas na secção 10 (b) e 14 (e), do *securities exchange act*. A regra 10 (b)- 5, proíbe, qualquer declaração falsa ou omissão, que possa ser fraudulenta.

Os oferentes devem adotar comportamentos que não induzam em erro e devem conceder um tempo adequado para responder à proposta e, caso existam, às subseqüentes alterações.

### 7.2.1 Pré-Morrison

Até 2010, com a aprovação do Dodd Frank Act<sup>230</sup>, não existia uma indicação, pelo poder legislativo, das circunstâncias em que deveria ser aplicado o art.º 10 (b). Coube, assim, ao poder judiciário determinar, “se o congresso desejava que os preciosos recursos dos tribunais norte-americanos e das autoridades reguladoras norte-americanas” deveriam ser empregues para o combate à fraude que ocorra, na totalidade ou em parte, no estrangeiro.<sup>231</sup>

Os tribunais desenvolveram dois testes distintos: um baseado na conduta (o *conduct test*) e outro nos efeitos (*effects test*). Os quais, quando aplicados, em conjunto, são denominados como o *conduct*

tiva à extraterritorialidade, não recebeu reações negativas de nenhum dos presentes, ao contrário de outros assuntos. Parece, assim, clara a posição do congresso quanto ao assunto.

<sup>230</sup> Mais concretamente, a secção 929P(b)(2) do Dodd-Frank Act.

<sup>231</sup> *Europe and Overseas Commodity Traders, S.A. v. Banque Paribas London*, 147 F.3d 118, 125 (2d Cir. 1998) (citando *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, 519 F.2d 974, 985 (2d Cir. 1975)).

*and effect test*. Ambos os testes, têm, como base, princípios de direito internacional.<sup>232</sup>

O *conduct test*, foca-se nos atos que sejam praticados nos EUA. Caberá, através do teste, determinar se há “atos ou omissões culposas, dentro dos EUA, que causam danos, diretamente, a investidores estrangeiros”<sup>233</sup>. Tipicamente, este teste surge quando o autor não é norte-americano e, assim, os efeitos que a conduta teria, nos EUA, seriam (quase) nulos. Uma ideia repetida várias vezes, pela jurisprudência, é a de que a intenção do congresso, não seria a de que os EUA se tornassem uma base territorial para a prática de fraude, no estrangeiro.<sup>234</sup>

A jurisprudência dividiu-se, entre correntes interpretativas, variando entre interpretações bastante amplas e as mais restritivas.

No final do espectro, mais restritivo, temos casos em que se exige que a conduta, *per se*, constitua uma violação das disposições norte-americanas.<sup>235</sup>

Do outro lado deste amplo leque interpretativo, encontramos decisões que requerem, apenas, que “alguma atividade” tenha sido desenvolvida, que se consubstancie num contributo “significativo” para a prossecução de um esquema fraudulento.<sup>236</sup> A utilização da expressão contributo significativo levou a jurisprudência como a de *SEC v. Kasser* (548 F.2d 109 (3d Cir. 1977)) onde a um esquema *ponzi* em que as (únicas) vítimas se encontravam na província de

<sup>232</sup> O *conduct test*, baseia-se na ideia de que um estado tem jurisdição sobre atos que ocorram, dentro das suas fronteiras. Ver *Leasco*, 468 F.2d at 1334, que discute o Restatement (Second) of Foreign Relations Law of the United States § 17, 45 (1965).

O *effect test*, tem as suas origens, no princípio de que um Estado tem jurisdição sobre um indivíduo que dispare uma arma, fora das suas fronteiras, caso existam danos a alguém, dentro das suas fronteiras. Cfr. *Strassheim v. Daily*, 221 U.S. 280, 285 (1911) e Restatement (Second) Of Foreign Relations Law Of The United States §18 (1965).

<sup>233</sup> Veja-se, por todos, *Alfadda*, 935 F.2d at 478.

<sup>234</sup> Ver, por todos, *SEC v. Kasser* (548 F.2d 109 (3d Cir. 1977)).

<sup>235</sup> *Zoelsch v. Arthur Andersen & Co.*, 824 F.2d 27, 31 (D.C. Cir. 1987) (“[J]urisdiction will lie in American courts where the domestic conduct comprises all the elements of a defendant’s conduct necessary to establish [a violation of the antifraud provisions]”).

<sup>236</sup> *Continental Grain (Australia) Pty. Ltd. v. Pacific Oilseeds, Inc.*, 592 F.2d 409.

Manitoba<sup>237</sup>, se aplicou o direito norte-americano porque existiu um contrato executado em *New York*.

Salvo algumas variações, a posição mais consensual, entre os tribunais norte-americanos, parece ser uma mais intermédia: exigindo-se alguma atividade que seja significativa, acabando por constituir uma parte substancial da (alegada) fraude e essencial para que a mesma se possa concretizar<sup>238</sup>.

O *effects test*, foca-se nos efeitos dos EUA, de uma conduta que ocorra, fora dos EUA.<sup>239</sup> Os efeitos, decorrentes de uma atividade ilegal, terão de ser substanciais<sup>240</sup>.

Os tribunais norte-americanos consideraram como efeitos relevantes: 1) o dano a um investidor residente, nos EUA<sup>241</sup> 2) alterações a um valor mobiliário emitido por uma sociedade norte-americana ou transacionado numa bolsa norte-americana<sup>242</sup> 3) danos particularmente relevantes ao mercado bolsista norte-americano.<sup>243</sup>

Alguma jurisprudência começou a aplicar os dois testes, em conjunto, o que permitiu, na prática, uma expansão do alcance jurisdicional dos EUA, uma maior aplicação extraterritorial do seu direito. Aquilo que um teste, em separado, poderia não permitir, passou a ser alcançado, numa conjugação, entre os dois anteriores testes.<sup>244245</sup>

Embora só em 1995, se tenham juntado expressamente os dois testes, antes disso, a jurisprudência já apresentava uma tendência

<sup>237</sup> A província de Manitoba é uma província localizada no centro (longitudinal) do Canadá.

<sup>238</sup> Kauthar, 149 F.3d, parágrafo 667. No mesmo sentido, p.e, Psimenos, 722 F.2d, parágrafo 1045 (2d Cir.) (a conduta deve ser “material” e “substantial”).

<sup>239</sup> O primeiro caso em que se estabelece o *conduct test* foi o *Leasco Data Processing Equip. Corp. v. Maxwell*, 468 F.2d 1326, 1333-39 (2d Cir. 1972); o caso pioneiro, na construção do *effects test* foi o *Schoenbaum v. Firstbrook*, 405 F.2d 200, 208-09 (2d. Cir.).

<sup>240</sup> Por todos, cfr. *IT v. Vencap, Ltd.*, 519 F.2d 1001 1017 (2d Cir. 1975).

<sup>241</sup> Cfr. *Banque Paribas*, 147 F.3d at 128 n.12 (“Residentes nos EUA e, não, a nacionalidade americana, deve ser o foco”).

<sup>242</sup> Cfr. *Des Brisay v. Goldfield Corp.*, 549 F.2d 133, 134-36 (9th Cir. 1977).

<sup>243</sup> Cfr. *Mak v. Wocom Commodities Ltd.*, 112 F.3d 287, 290 (7th Cir. 1997).

<sup>244</sup> Surgiu uma conjugação dos dois testes, em: *Itoba Ltd. v. Lep Group PLC*, 54 F.3d 118, 124 (2d Cir. 1995).

<sup>245</sup> Neste sentido, Dennis R. Dumas, *United States Antifraud Jurisdiction over Transnational Securities Transactions: Merger of the Conduct and Effects Tests*, 16 U. Pa. J. Int'l L. 721 (1996). Disponível em: <https://scholarship.law.upenn.edu/jil/vol16/iss4/3>, pg. 722.

para uma mistura entre os dois testes<sup>246</sup>, p.e, referindo o *conduct test* mas, depois, aplicando alguns elementos do *effect test*.

Até ao caso *Morrison*, a aplicação extraterritorial levou a alguns exemplos de oportunismo, por parte de investidores estrangeiros<sup>247</sup> sendo um exemplo o das *multinational class actions*<sup>248</sup>.

As *multinational class actions* são um fenómeno que gozou<sup>249</sup>, pelo menos, até 2010, de crescente popularidade<sup>250</sup>. Estas consistem na abertura de processos judiciais, nos EUA, contra uma entidade emitente estrangeira, em nome de uma série de investidores, em parte investidores americanos que adquiriram ações nos EUA, mas, também, investidores estrangeiros, que adquiriram valores mobiliários, num mercado estrangeiro.

Deste modo, investidores estrangeiros poderiam obter indemnizações que de outra forma não conseguiriam obter e/ou valores mais elevados do que os do seu país.

Como vimos, o desenvolvimento da doutrina da extraterritorialidade não foi fácil. O *supreme* não se pronunciou durante largos períodos de tempo, acabando os tribunais por desenvolverem várias interpretações próprias, sendo o teste mais frequente, o *conducts and effect*.

<sup>246</sup> Consolidated Gold Fields PLC v. Minorco, S.A., 871 F.2d 252, 262 (2d Cir.).

<sup>247</sup> Vários escritórios, na europa, foram abertos com o propósito de explorar o fenómeno das *multinational class actions*. Cfr. Hannah L. Buxbaum, *Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict*, 46 COLUM. J. TRANSNAT'L L. 14, 63-64 (2007), 2. Um exemplo conhecido foi a abertura, por parte da Cohen Milstein, Hausfeld & Toll, P.L.L.C., de um escritório, em Londres. Veja-se <http://www.cmht.com/london.php>.

<sup>248</sup> Também denominadas por alguma literatura de “*foreign-cubed*” *class action*, John C. Coffee Jr., *Foreign Issuers Fear Global Class Actions*, NAT'L L.J. (June 14, 2007). Com uma perspetiva positiva sobre o fenómeno, Peter M. Saporoff/ Katharine C. Beattie, *The Benefits of Including Foreign Investors in U.S. Securities Class Action Suits*, SN084 A.L.I.-A.B.A. 669 (2008).

<sup>249</sup> Após a decisão do *Morrison* dividem-se as opiniões sobre qual é o número de ações.

<sup>250</sup> Neste sentido, Hannah L. Buxbaum, *Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict*, 46 COLUM. J. TRANSNAT'L L. 14, 63-64 (2007), 2. Disponível em: <http://www.repository.law.indiana.edu/facpub/291>.

### 7.2.2 Morrison

#### Morrison (1.<sup>a</sup> e 2.<sup>a</sup> instância)

O caso Morrison foi o primeiro caso em que o *supreme* se pronunciou sobre o alcance do artigo 10 (b), do *securities exchange act*.

O caso é um exemplo das já referidas *multinational class actions* (ou, se preferir, “*foreign-cubed*” *class action*), os investidores adquiriram um conjunto de ações do National Australia Bank, num mercado bolsista estrangeiro<sup>251</sup>, entre 1999 e 2001. O National Australia Bank emitiu declarações falsas sobre o estado financeiro de uma das suas subsidiárias americanas.

Estas declarações falsas, foram a base apresentada para a alegação que estavam consubstanciados os pressupostos da secção 10 (b), em especial, a regra 10 (b)- 5.

O tribunal de 1.<sup>a</sup> instância<sup>252</sup>, considerou que as decisões que culminaram na fraude aos investidores ocorreram a “meio mundo de distância”, tendo os alegados danos ocorrido de condutas que não eram de norte-americanos.

O tribunal de segunda instância<sup>253</sup>, concordou com a decisão do tribunal de 1.<sup>a</sup> instância. Aplicou o *conduct and effects test*, concluindo que tendo sido as declarações fraudulentas emitidas, na Austrália, a ausência de qualquer efeito sobre investidores americanos e a rebuscada causalidade encontrada para justificar a relação entre a subsidiária norte-americana e os investidores não era suficiente.

Apesar da decisão favorável ao National Australia Bank, o tribunal recusou a proposta de alteração do teste *conduct and effects* a favor de um novo teste com “maior clareza”.<sup>254</sup> Os argumentos utilizados, são os argumentos clássicos, com destaque para: 1) “Se

<sup>251</sup> Embora as ações estivessem cotadas na bolsa australiana, uma pequena percentagem de *American Depositary Receipts* (ADRs) estava cotada numa bolsa norte-americana. No entanto, nenhum investidor estrangeiro era detentor de ADRs.

<sup>252</sup> National Australia Bank Securities Litig., No. 03-6537, 2006 WL 3844465, parágrafos 2-8 (S.D.N.Y. Oct. 25, 2006).

<sup>253</sup> 547 F.3d 167, 177 (2d Cir. 2008).

<sup>254</sup> Id. No parágrafo 175.

as nossas regras antifraude são mais estritas do que a de um país estrangeiro, esse país não ficará, certamente, ofendido com a aplicação das nossas regras”<sup>255</sup> 2) Os EUA não deverão ser uma base territorial para a prática da fraude 3) A criação de testes “mais claros” envolve a criação de regras rígidas que não se adequam à prática.

Um caso relativo à aplicação extraterritorial destas disposições, i.e., sobre fraude, chegava, pela primeira vez, ao *supreme*.

Multiplicaram-se as opiniões sobre a melhor solução a dar, os estudos, as cartas que o tribunal ia recebendo. *Amicus curiae*<sup>256</sup> chegaram, em peso, para dar suporte aos dois lados. Estados estrangeiros, escritórios de advogados, investidores particulares, todos oferecendo uma opinião sobre a melhor solução a dar o caso. O próprio governo norte-americano ofereceu, através do seu comissário e da SEC, via *amicus curiae*, opiniões sobre o caso<sup>257</sup>.

Poucos dias após a decisão, o próprio congresso procede a uma alteração legislativa<sup>258</sup>. A SEC realiza um estudo aprofundado sobre o tema, a doutrina norte-americana publica múltiplos estudos, por vezes contraditórios, sobre o assunto.

Esta é uma das decisões mais polémicas do *supreme* na sua história, pelo menos, em Direito dos valores mobiliários.

### **Morrison (Supreme)**

O caso *Morrison*<sup>259</sup> foi o culminar de um confronto entre duas visões do papel que os tribunais norte-americanos deveriam ter no mundo.

O *Supreme*, numa decisão inesperada, contraria o *conduct and effects*, utilizado pela jurisprudência anterior, durante décadas.

<sup>255</sup> Id., citando *IIT v. Cornfeld*, 619 F.2d 909, 921 (2d Cir. 1980) (Friendly, J.)

<sup>256</sup> Não é uma das partes no processo. Alguém que se voluntaria para dar suporte a um ponto de vista, prestar informações, etc...

<sup>257</sup> Com referência às cartas dos *amicus curiae*, veja-se o site da SEC. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/briefs/2009/morrison1009.pdf>.

<sup>258</sup> Já referimos, no início, a alteração legislativa. Visou, entre outros aspetos, ressaltar que a SEC teria competência.

<sup>259</sup> *Morrison v. Nat'l Austl. Bank Ltd.*, 561 U.S. 247 (2010).

A decisão não foi unânime, tendo o juiz Stevens, expressado o seu desagrado com a mudança defendida pelo tribunal, preferindo o teste, até aí, utilizado.

Interpretando a disposição legislativa, presente na secção 10 (b) do *securities exchange act*, o tribunal conclui que não existe uma indicação clara, presente na secção, que apoie uma aplicação extra-territorial da disposição legislativa.

Afastado ficou, pelo *supreme*, no caso, o anterior teste. Deparado com a ausência de um novo teste e, inevitavelmente, influenciado pelas várias sugestões dadas pelos *amicus curiae*, surge o seguinte teste:

As disposições antifraude, presentes na secção 10 (b), têm o seu alcance limitado a casos em que haja uma conexão com a compra ou venda de um valor mobiliário listado no mercado bolsista norte-americano, e a compra ou venda de qualquer valor mobiliário, nos EUA.

O potencial para conflitos com outros ordenamentos jurídicos e uma deterioração das relações com outras nações, foram as principais razões apontadas, expressamente, para a decisão tomada.

### 7.2.3 Pós-Morrison

Após a decisão do *Morrison v National Australia Bank*<sup>260</sup>, contrariar a anterior doutrina e jurisprudência que defendia uma aplicação generosa da extraterritorialidade da lei norte-americana<sup>261</sup>, tudo apontava para uma aplicação mais contida do direito americano, nos *civil cases*.

A decisão do *supreme* de que seria necessário que existisse uma autorização legislativa clara para se aplicar o direito norte-americano fora dos EUA, levaria a que, caso não se alterasse a legislação ou a jurisprudência, se devesse afirmar, com A. Barreto Menezes

<sup>260</sup> 561 US 247-286 (US, 2010).

<sup>261</sup> Aquilo a que podemos designar de *securities law* que tem como principal acto normativo: o *securities act*, de 1933.

Cordeiro que, neste contexto, “o direito mobiliário estado-unidense não poderá ser aplicado a operações mobiliárias realizadas fora do território nacional”.<sup>262</sup>

Em 2019, a decisão do *U.S. Court of Appeals for the Tenth Circuit*<sup>263</sup>, no caso *U.S. Securities and Exchange Commission v. Scoville*, colocou em causa a decisão do *supreme*.

Scoville, era o proprietário do *traffic moonson* que, de acordo com o seu website, vendia tráfego *online* (p.e., visitas).

No entanto, a SEC defendia que o site se baseava na venda de um esquema *ponzi*, onde se vendiam “*adpacks*”, os quais permitiam ter acesso a visualizações, *clicks* e um direito de *share* dos lucros da *traffic moonson*.

Os *adpacks* correspondiam a 98% das vendas do *website*, sendo que 90% eram investidores fora dos EUA.

Quando as vendas atingiram as centenas de milhões, tornou-se evidente, de acordo com o tribunal, de que já não se adquiriam os *adpacks* pelo tráfego online que permitissem.

Um pormenor curioso do caso é que na secção das questões mais frequentes do website, da empresa, se encontrava a pergunta: “São um esquema pirâmide, *ponzi*, etc?”.

Os juízes tomaram como base a decisão na *Dodd-Frank bill*, a legislação, como referido anteriormente, aprovada após a decisão de Morrison. A maioria do referido coletivo, defendeu, com base nessa alteração, que a extraterritorialidade se encontra em vigor nos EUA, e retomaram a aplicação do anterior teste, o *conduct and effect test*.

### **A (im)previsibilidade das futuras decisões**

Apenas o decurso do tempo permitirá uma maior certeza sobre o rumo que a jurisprudência norte-americana irá tomar perante os *civil cases* após a entrada em vigor da *Dodd-Frank bill*.

<sup>262</sup> António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários (ob. cit.)*, p.180. Ressalve-se que a edição é de 2015, i.e., antes das decisões de 2019.

<sup>263</sup> *U.S. Securities and Exchange Commission v. Scoville*.

Do caso *Scovile* poderá resultar um regresso a jurisprudência como a de *SEC v. Kasser* (548 F.2d 109 (3d Cir. 1977)). No caso, recorde-se, a decisão do tribunal foi a seguinte: a um esquema *ponzi* em que as vítimas se encontravam na província de Manitoba<sup>264</sup>, aplicou-se o direito norte-americano porque existiu *um contrato* executado em Nova Iorque. Ou, poderá prevalecer outra visão, a interpretação restritiva, proposta pelo *Supreme*.

A literatura atual tende a dividir-se quanto aos méritos da decisão *Morrison*. Alguns autores, encontram um tremendo sucesso, passando a existir um menor risco para as sociedades estrangeiras de sofrerem uma aplicação extraterritorial do direito norte-americano.<sup>265</sup> No entanto, esses dados que tinham como premissa uma previsibilidade e uniformização das futuras decisões terão de ser confrontados com um novo paradigma onde a jurisprudência se dividiu em diferentes correntes.

A não ser que exista um esclarecimento final, por parte do congresso norte-americano, apoiando (ou não) a aplicação extraterritorial, em moldes semelhantes aos que foram prestados quanto à ação regulatória das suas entidades, será (praticamente) impossível antecipar a evolução da jurisprudência norte-americana<sup>266</sup>.

De todo o modo, sabe-se que a tendência atual, revelada pelos últimos dados disponíveis, é a de que os fenómenos mais recentes como a ascensão em popularidade de um conjunto de criptomoedas e de *initial coin offerings* (ICOs)<sup>267</sup> têm suscitado por parte da SEC uma aplicação extraterritorial da sua legislação “nada tímida”<sup>268</sup>.

<sup>264</sup> A província de Manitoba é uma província localizada no centro (longitudinal) do Canadá.

<sup>265</sup> Yuliya Guseva, *Extraterritoriality of securities law redux: litigation five years after Morrison v. National Australia bank*, Columbia Business Law Review, Vol. N.º 1 (2017), 199, em especial, 259-279.

<sup>266</sup> Na doutrina norte-americana, existem algumas propostas interessantes sobre como conciliar a jurisprudência. Veja-se, por todos, Chase J. Shelton, *Fraud Abroad: Proposing a Workable Model of Extraterritorial Securities Fraud Enforcement*, B.U. L. Rev. 1957(2020), 100.

<sup>267</sup> São vários os casos citados da aplicação do direito dos valores mobiliários a ICO como os da PlexCorps, Tezos, Block.one, Telegram, e a Ripple.

<sup>268</sup> Veja-se, neste sentido, o recente artigo sobre o tema de Freya (Fangheng) Zhao, *Initial*

## Conclusões

As ofertas públicas de aquisição internacionais consistem em 4 tipos bastante distintos:

- 1 – As que são lançadas, no mesmo momento ou em horizontes temporais próximos, em dois ou mais Estados.
- 2 – Aquelas em que a sociedade visada tenha uma sede num estado distinto do mercado em que os seus valores mobiliários estão admitidos à negociação.
- 3 – Quando o oferente esteja sediado, estabelecido ou domiciliado num Estado que não seja aquele em que os valores mobiliários estão admitidos à negociação.
- 4 – Os casos em que o destinatário da OPA seja residente num país estrangeiro.

Perante uma oferta desta natureza revelam-se de particular importância 3 fontes: a) as próprias normas nacionais (com destaque natural, em Portugal, para o CVM) b) as normas europeias (em especial, as diretivas europeias) c) as normas de terceiros países que tenham um contacto relevante com a OPA (*maxime*, os EUA).

Da análise das fontes, retira-se que a regra de conflitos extra-UE é a admissão dos valores mobiliários no mercado português. Esta regra terá de ser conjugada com o artigo 3.º do CVM português que estipula como NAI as normas relativas às OPAs e, consequentemente, a proteção dos investidores residentes em Portugal. Entendemos, no entanto, que essa aplicação extraterritorial deve ser interpretada de modo restritivo.

A regra de conflitos intra-UE, do artigo 4.º da Diretiva, apresenta alguma complexidade que foi, por nós, explorada e que pode ser sintetizada no esquema anteriormente apresentado.

Após a análise das regras aplicáveis à própria OPA, coube a construção do regime jurídico que será aplicado aos acordos parasociais, concluindo-se que variará consoante a natureza dos mesmos (a aferir conforme um conjunto de critérios) a aplicação da lei societária ou da *lex contractus*.

Os contratos de transmissão das participações sociais terão, também, os seus efeitos obrigacionais regulados pela *lex contractus*, reclamando a lei pessoal do emitente um certo magnetismo, derivado da sua centralidade no direito dos valores mobiliários.

Os protocolos de entendimento celebrados entre as várias entidades reguladoras permitem a troca de informações, mas não visam a criação de qualquer obrigação e têm como limite, sempre, a lei e o interesse público.

A análise dos diversos elementos de conexão permitiu-nos a compreensão de que, dadas as suas diferenças, será necessário ter-se em conta a possibilidade da supervisão de mais do que uma autoridade. Em especial, o critério de conexão norte-americano (a residência nos EUA), apresenta um especial potencial para uma aplicação generosa do seu Direito.

A exploração do direito norte-americano permitiu-nos concluir que qualquer oferta dirigida a residentes norte-americanos poderá ser regulada pelos EUA e, consoante a percentagem dos mesmos, poderá revelar-se especialmente oneroso o incumprimento dos deveres legais estabelecidos.

Os oferentes, ao estruturarem uma oferta pública de aquisição, terão de ter especial atenção às regras deste país, estando adstringidos a deveres legais exigentes. Caso contrário irá revelar-se especialmente penoso o pagamento de quantias, existindo incumprimento das regras estipuladas para as *tender offers*. E, quiçá, em casos de fraude, do pagamento de quantias avultadas a título de indemnização.

As ofertas públicas de aquisição internacional, no direito português (e europeu), exigem um percurso da Diretiva europeia 2004/25/CE à aplicação extraterritorial do direito norte-americano.

## Bibliografia citada

- Alves, António Manuel da Rocha – *Os acordos parassociais em direito internacional privado*, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, relatório de mestrado, 2000.
- Ballarino, Tito – *Diritto Internazionale Privato*, Cedam: Padova, 1982.
- Basnage, John M./Curtin III, William J. – *Cross-border tender offers and other business combination transactions and the US federal securities laws: an overview*, *The Business Lawyer*. 71.2 (2016), 459-538.
- Beattie, Katharine C. – *The Benefits of Including Foreign Investors in U.S. Securities Class Action Suits*, SN084 A.L.I.- A.B.A. 669 (2008)
- Beyea, Genevieve – *Transnational Securities Fraud and the Extraterritorial Application of U.S. Securities Laws: Challenges and Opportunities*, 1 *Global Bus. L. Rev.* 139 (2010-2011), 140.
- Bohrer, Stephen D. – *The Application of U.S. Securities Laws to Overseas Business Transactions*, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* Vol 11:126 (2005).
- Bolkestein, Frits – *The Capital Markets Directives*, *Eur. Company L.* Vol. 2. (2005), 4.
- Boucobza, Xavier – *L'acquisition internationale de société*. Dissertação. Paris 2, 1996.
- Bourtin – *United States Regulation of Foreign Takeovers*, 70 *Tul. L. Rev.* 1609 (1996).
- Brito, Maria Helena – *Sobre a Aplicação no Espaço do Novo Código dos Valores Mobiliários*, *Cadernos do Mercado e de Valores Mobiliários* (2000). Disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07MariaHelenaBrito.pdf>.
- Brito, Maria Helena – *Revisitando o Código dos Valores Mobiliários. A aplicação do Regulamento Roma I aos contratos internacionais relativos a instrumentos financeiros*, 1.<sup>a</sup> edição, Almedina: Coimbra, 2021.
- Buxbaum, Hannah L. – *Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict*, 46 *COLUM. J. TRANSNAT'L L.* 14, 63-64 (2007).
- Calster, Geert Van – *European Private International Law*, 2.<sup>a</sup> edição. Bloomsbury Publishing PLC, 2016.

- Câmara, Paulo – *Manual de Direito dos valores mobiliários*, 4.<sup>a</sup> edição, Almedina: Coimbra, 2018.
- Câmara, Paulo – *Parassocialidade e Transmissão de Valores Mobiliários*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 1996.
- Coffee Jr., John C. – *Foreign Issuers Fear Global Class Actions*, NAT'L L.J. (June 14, 2007).
- Cordeiro, António Barreto Menezes – *Direito dos valores mobiliários*, 1.<sup>a</sup> edição, Almedina: Coimbra, 2015.
- Cordeiro, António Barreto Menezes – *Manual de Direito dos valores mobiliários*, 2.<sup>a</sup> edição, Almedina: Coimbra, 2018.
- Cordeiro, António Barreto Menezes – *Direito da proteção de dados à luz do RGPD e da Lei n.º 58/2019*, 1.<sup>a</sup> edição, Almedina: Coimbra, 2020.
- Cordeiro, António Menezes – *O levantamento da personalidade coletiva no Direito civil e no Direito comercial*, Almedina: Coimbra, 2000.
- Cordeiro, António Menezes – *Direito Europeu das Sociedades*, Almedina: Coimbra, 2005.
- Cordeiro, António Menezes – *Tratado de Direito Civil*, I. 4.<sup>a</sup> Edição Reformulada e Atualizada. Almedina: Coimbra, 2012.
- Cordeiro, António Menezes/Cordeiro, A. Barreto Menezes – *Direito das Sociedades*, I – Parte Geral, 4.<sup>a</sup> edição, Almedina: Coimbra, 2020.
- Correia, A. Ferrer – *Lições de Direito internacional privado*, Almedina: Coimbra, 2000.
- Cunha, Paulo Olavo – *Direito das sociedades comerciais*, 7.<sup>a</sup> edição, Almedina: Coimbra, 2019.
- Cuomo, Joseph V. – *State Regulation of Hostile Takeovers: The Constitutionality of Third Generation Business Combination Statutes and the Role of the Courts*, vol. 64, n.º 1 (1989). Disponível em: <https://scholarship.law.stjohns.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1874&context=lawreview>
- d'Almeida, Rita Guimarães Fialho – Os acordos parassociais: reflexão dogmática e jurisprudencial, Tese de doutoramento, Coimbra, 2019.
- Duarte, Rui Pinto – *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, Coimbra: Almedina, 2000.
- Dumas, Dennis R. – *United States Antifraud Jurisdiction over Transnational Securities Transactions: Merger of the Conduct and Effects*

- Tests , 16 U. Pa. J. Int'l L. 721 (1996). Disponível em: <https://scholarship.law.upenn.edu/jil/vol16/iss4/3>.
- Edward F. et al. – Toward a Cohesive International Approach to Cross-border Takeover Regulation, 51 U. MIAMI L. REV. 823, 825–26 (1997)
- Enriques, Luca; Câmara, Paulo – The Portuguese Securities Code at Twenty: Some Comments on the Expansion, Goals and Limits of EU Financial Market Law. 1.<sup>a</sup> edição. Coimbra: Almedina, 2021.
- Ferreira Gomes, José; Costa Gonçalves, Diogo – Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas, 1.<sup>a</sup> edição. Lisboa: AAFDL, 2018.
- Fisch- Imprudent Power: Reconsidering U.S. Regulation of Foreign Tender Offers, 87 Nw. U. L. Rev. (1993).
- Frada, Manuel Carneiro da – *Acordos Parasociais “Omnilaterais” – Um novo caso de “desconsideração da personalidade jurídica?”*, Direito das Sociedades em Revista (DSR), Vol. 2, (2009), 97-134.
- Gerner-Beuerle, Carsten/Siems, Mathias – *The Private International Law of Companies in Germany. The Private International Law of Companies in Europe*, Munich and Oxford: CH Beck/Nomos/Hart Publishing, 2019.
- Gonçalves, Diogo Costa – *Notas breves sobre a Socialidade e a Parassocialidade*, Revista de Direito das Sociedades, Ano XI (2019), 1, p. 779-799.
- Griffin, Joseph P. – *Extraterritoriality in U.S. and EU Antitrust Enforcement*, 67 Antitrust Law Journal 159 (1999).
- Grumetto, Alberini – *I patti parasociali nel diritto comunitario*, in F. Preiute, A. Gazzanti Pugliese di Crotona (a cura di), Atti notarili, Diritto internazionale e comunitario, Utet: Torino, 2011.
- Guseva, Yuliya – *Extraterritoriality of securities law redux: litigation five years after Morrison v. National Australia bank*, Columbia Business Law Review, Vol. 1 (2017), 199.
- Idot, Laurence – *Le controle des pratiques restrictives de concurrence dans les échanges internationaux*, Thèse: Paris II, 1981, vol. 2.
- Konevsky, Alan P.W./King, Jessica – *America Sans Frontières? Cross-border Business Deals: Excluding U.S. Shareholders After Morrison*, M&A J., Nov. 2010, 18-19.
- Lazzini, Roberta – *I Patti Parasociali nel Diritto Internazionale Privato*, Tesi di laurea magistrale, 2016.
- Leal, Ana Filipa – *Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito Português*, Revista de Direito das Sociedades, 2009, 1, 135-183.

- Lehmann, Mathias – *Internationales Finanzmarktrecht*, in F. J. Säcker/R. Rixecker/H. Oetker (eds), *Münchener Kommentar zum BGB*, 6.<sup>a</sup> ed., Beck: Munich, 2015, §§ 420-422.
- Lima, Fernando da Costa – *30 Anos de regulamentação do mercado de valores mobiliários: uma visão crítica*, 1.<sup>a</sup> edição, Almedina: Coimbra, 2021.
- Lübbert, Hartmut – *Abstimmungsvereinbarungen in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG-Staaten, der Schweiz und Großbritanniens*, Nomos Verlagsgesellschaft, Vol. 48 (1971).
- Machado, João Baptista – *Lições de Direito internacional privado*, Almedina: Coimbra, 1995.
- Markham, Jerry W./Gjyshi, Rigers – *Research Handbook on Securities Regulation in the United States*, Edward Elgar Publishing, 2014.
- Martiny, Dieter – *Art. 1 Rom IVO, MünchKommBGB*, Bd. 12, *Internationales Privatrecht II*, 7.<sup>a</sup> ed., München, 2018.
- McParland, Michael – *The Rome I Regulation on the Law Applicable to Contractual Obligations*, Oxford University Press: Oxford, 2015.
- Munari, Francesco – *Patti parasociali e norme di diritto internazionale privato e comunitario* (The impact of conflicts of law and of European law on shareholders' agreements), *Dir. Comm. Int.* (2003), 127-142.
- Nathan, Charles M./Fischer, Michael R./Ganguly, S. – *An Overview of Takeover Regimes in the United Kingdom, France and Germany*, Practising Law Institute, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, 2003.
- Ooi, Maisie – *Shares and Other Securities in the Conflict of Laws*, Oxford University Press on Demand: Oxford, 2003.
- Pinheiro, Luís de Lima – *Joint venture, contrato de empreendimento comum em direito internacional privado*, Edições Cosmos: Lisboa, 1998.
- Pinheiro, Luís de Lima – *O Direito aplicável às sociedades. Contributo para o Direito Internacional Privado das sociedades*, Estudos Jurídicos e Económicos em Homenagem ao Professor João Lumbrals, *Revista da Ordem dos Advogados*, n.º 58 (1998).
- Pinheiro, Luís de Lima – *Direito aplicável às operações sobre instrumentos financeiros*, Almedina: Coimbra, 2009.
- Pinheiro, Luís de Lima – *Direito internacional privado*, vol. I, 3.<sup>a</sup> ed. refundida, AAFDL: Lisboa, 2019 e vol. II, AAFDL: Lisboa, 2015.

- Pinheiro, Luís de Lima – *A interpretação no direito internacional privado*, Cuadernos de Derecho Transnacional (Octubre 2020), Vol. 12, N.º 2, 496-509.
- Pinto, Rita Mafalda Vera-Cruz – *Os acordos parassociais – breve caracterização*, Revista de Direito das Sociedades, Ano II (2010), 1/2, 333-358.
- Renold, Marc-André – *Les conflits de lois en droit antitrust – Contribution à l'étude de application internationale du droit économique*, Schulthess Polygraphischer Verlag: Zürich, 1991.
- Review, Washington and Lee Law – *The Tender Offer: In Search Of A Definition*, 43 Wash. & Lee L. Rev. 901 (1986), pg. 917. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2876&context=wlulr>.
- Rey, J. Feliu – *Los pactos parasociales en las sociedades de capital no cotizadas*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales: Madrid, 2012.
- Rosas, José Carlos Fernández/Lorenzo, Sixto A. Sánchez – *Curso de derecho internacional privado*, 3.ª ed., Civitas, 1996.
- Santos, António Marques dos – *As normas de aplicação imediata no Direito internacional privado: esboço de uma teoria geral*, 2 vols., Coimbra, 1991.
- Santos, Mário Leite – *Contratos parassociais e acordos de voto nas sociedades anónimas*, Revista de Direito das Sociedades, n.º 1 (2009).
- Scarpa, Afonso – *A vontade unânime dos sócios: o caso especial dos acordos parassociais “omnilaterais”*, Revista de Direito das Sociedades, N.º 2 (2016), 451-478.
- Schmidt, Karsten – *Gesellschaftsrecht*, 4.ª edição, CH Beck: München, 2002.
- Schmidt, Karsten – *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, § 47, Auflage, CH Beck: München, 2016.
- Schuster, Gunnar – *Extraterritoriality of securities laws: An economic analysis of jurisdictional conflicts*, Law & Pol’y Int’l Bus. 26 (1994).
- Sequeira, Manuel – *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, Revista de Direito das Sociedade, Ano X, N.º 4 (2018), 771-833.
- Sequeira, Manuel José Resende Cardoso – *Benefícios privativos do controlo: proteção dos acionistas, oferta obrigatória e preço equitativo*. Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2016.
- Shelton, Chase J. – *Fraud Abroad: Proposing a Workable Model of Extraterritorial Securities Fraud Enforcement*, B.U. L. Rev. 1957 (2020), 100.

- Siems, Mathias M. – *The Rules on Conflict of Laws in the European Takeover Directive*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1, n.º 4 (2004), 458-476.
- Sjåfjell, Beate – *The Golden Mean or a Dead End? The Takeover Directive in a Shareholder vs Stakeholder Perspective*, Bartman (et. al). – *European Company Law in accelerated progress*, 2006.
- Sousa, Miguel Teixeira de – *Cadernos de Direito Privado*, CEJUR: Braga, N.º 42 (abril-junho 2013).
- Steinberg, Marc I. – *Understanding Securities Law*, 6.ª edição, LexisNexis, 2014.
- Telles, Inocência Galvão – *A prestação característica: um novo conceito para determinar a lei subsidiariamente aplicável aos contratos internacionais. O art.º 4.º da Convenção de Roma sobre a lei aplicável às obrigações contratuais*, *O Direito* 127 (1995).
- The Federal Trade Commission. Antitrust Enforcement Guidelines for International Operations*, 1995.
- Trigo, Maria da Graça. – *Os acordos parassociais sobre o exercício do direito de voto*, Universidade Católica Editora: Lisboa, 1998.
- Trigo, Maria da Graça – *Acordos parassociais – Síntese das questões jurídicas mais relevantes*, *Problemas do Direito das Sociedades*, IDET, Almedina: Coimbra, 2002.
- Ventura, Raúl – *Acordos de voto*, *Estudos vários sobre Sociedades Anónimas*, Reimpressão da edição de 1992, Almedina: Coimbra, 2003.
- Vicente, Dário Moura – *Ofertas públicas de aquisição internacional*, Coimbra Editora: Coimbra, 2007.
- Von Hein, Jan – *Grundfragen des europäischen Übernahmekollisionsrechts*, *Die Aktiengesellschaft* (2001), 213-232.
- Wilburg, Walter – *Entwicklung eines Beweglichen systems im Bürgerlichen Recht*: Rede, gehalten bei der Inauguration als Rector magnificus der Karl-Franzens-Universität-in Graz am 22. November 1950, 1951.
- Zhao, Freya (Fangheng) – *Initial Coin Offerings and Extraterritorial Application of U.S. Securities Laws*, 139 *Banking L. J.* 174 (2022).
- Zimmer, Daniel – *Aufsicht bei grenzüberschreitenden Übernahmen*, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Vol. 31, no. 4-5 (2002).