

ÍNDICE GERAL

	Págs.
PLANO GERAL.....	5
PRINCIPAIS ABREVIATURAS E SIGLAS UTILIZADAS.....	7
PREFÁCIO	9
<i>Paulo Câmara/Miguel Brito Bastos</i> — O Direito da aquisição de empresas: uma introdução.....	13
<i>António Teles/João Carmona Dias</i> — Garantia na alienação de empresa.....	65
<i>Nuno Moura Roldão/Ana Guedes Teixeira</i> — O processo de auditoria legal.....	107
<i>Sofia Carreiro</i> — A fusão.....	127
<i>Paulo Câmara</i> — As ofertas públicas de aquisição.....	157
<i>Pedro Furtado Martins</i> — Efeitos da aquisição de empresas nas relações de trabalho.....	211
<i>Miguel Gorjão-Henriques</i> — A aquisição de empresas no direito da concorrência: Nótulas sobre as concentrações.....	263
<i>Ana Filipa Morais Antunes</i> — A aquisição tendente ao domínio total no direito societário e no direito dos valores mobiliários.....	313
<i>Rui Simões</i> — A aquisição de empresas insolventes.....	371
<i>Fernando Oliveira e Sá</i> — A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas <i>earn-out</i>	401
<i>Paulo Câmara/Miguel Brito Bastos</i> — A transposição da directiva das fusões e aquisições de instituições financeiras.....	417
BIBLIOGRAFIA.....	463
APRESENTAÇÃO DOS AUTORES	485

AS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO

PAULO CÂMARA

SUMÁRIO: 1. A instabilidade legislativa e as influências comunitárias no direito das ofertas públicas de aquisição; 2. Conceito e âmbito; 3. A oferta pública de aquisição como técnica de concentração empresarial; 4. Perfil funcional da oferta pública de aquisição; 5. Modalidades de ofertas públicas de aquisição; 6. O processo da oferta pública de aquisição: quadro geral; 7. A fase preliminar; 8. O relatório da sociedade visada; 9. Transacções na pendência da oferta; 10. A posição jurídica da sociedade emitente dos valores mobiliários visados pela oferta; 11. A suspensão voluntária de restrições à transmissibilidade e ao exercício do direito de voto; 12. A revisão de oferta; 13. As ofertas concorrentes; 14. A sucessão das ofertas; 15. A contrapartida; 16. As condições de oferta pública de aquisição.

1. A INSTABILIDADE LEGISLATIVA E AS INFLUÊNCIAS COMUNITÁRIAS NO DIREITO DAS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO

I — O direito português das ofertas públicas de aquisição tem sido fustigado por diversas reformas legislativas, tendo já conhecido seis etapas significativas.

A inauguração das intervenções normativas nacionais em matéria de OPAs deu-se com o DL n.º 429/83, de 13 de Dezembro, que fez depender de autorização ministerial as ofertas lançadas do estrangeiro sobre acções emitidas por sociedades com sede em Portugal, alegadamente com base no receio de um aproveitamento externo das lacunas do direito nacional sobre a matéria.

Pouco depois, a versão originária do Código das Sociedades Comerciais, datada de 1986, desenvolvia o tema, oferecendo regras processuais sobre as ofertas e instituindo um dever de lançamento de oferta prévia parcial quando o lote accionista pretendido atribuísse o

domínio ou quando, somado às aquisições verificadas desde o ano civil anterior, excedesse 20% dos direitos de voto ⁽¹⁾.

Com o aparecimento do Código do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo DL n.º 142-A/91, de 10 de Abril, seguiu-se uma fase marcada por uma problemática coexistência entre regimes societário e mobiliário sobre a matéria ⁽²⁾. A oferta obrigatória conheceu então relevante alteração, aditando-se às previsões do Código das Sociedades Comerciais a cominação do dever de lançamento de oferta geral, prévia e subsequente, sempre que os valores mobiliários a adquirir, ou de outro modo detidos, excedessem 50% dos direitos de voto do capital social de sociedade que haja dispersado o seu capital pelo público. Por outro lado, o apuramento da medida do controlo, individual ou concertado, sobre a sociedade visada passou a fazer-se em termos mais sofisticados, assentando na articulação entre, de um lado, as presunções de actuação em concertação com o oferente e, de outro, as ficções legais quanto ao cômputo dos direitos de voto incluídos em

⁽¹⁾ Sobre o regime originário da oferta obrigatória, constante do art. 313.º CSC e da Portaria n.º 422-A/88, de 4 de Julho, consulte-se JOÃO LABAREDA, *Das Acções das Sociedades Anónimas*, Lisboa (1988), 258-264; VASCO DA GAMA LOBO XAVIER, *Defensive Measures against Hostile Takeovers in Portugal*, in J. M. M. MAEJER/K. GEENS (ed.), *Defensive Measures against Hostile Takeovers in the Common Market*, Dordrecht/Boston/London (1991), 198-200.

⁽²⁾ De entre a bibliografia nacional, à luz do direito anterior sobre aspectos gerais das OPAs, pode consultar-se ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *A Oferta Pública de Aquisição*, in *Direito dos Valores Mobiliários* (1997); Id., *A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis*, in *ROA* ano 58 (1998), 133-145; Id., *Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa* in *Revista da Ordem dos Advogados* ano 54 (Dez. 1994), 761-ss.; CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Da admissibilidade das chamadas "OPA's estatutárias" e dos seus reflexos sobre a cotação das acções em bolsa*, in MANUEL AFONSO VAZ/J. A. AZEREDO LOPES (coordenação), *Juris et de Jure. Nos vinte anos da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa — Porto*, Porto (1998), 117-148; JORGE BRITO PEREIRA, *OPA Obrigatória* (1998); AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *Da Oferta Pública de Aquisição e o seu Regime Jurídico* (1995); JOSÉ NUNES PEREIRA, *O regime jurídico das ofertas públicas de aquisição no Código do Mercado de Valores Mobiliários: principais desenvolvimentos e inovações* in *Revista da Banca* n.º 18 (1991); RAÚL VENTURA, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, Coimbra (1992).

participações importantes e quanto aos valores contados pela lei como do oferente ⁽³⁾.

Este mesmo Código viria a ser objecto de uma importante revisão introduzida pelo DL n.º 261/95, de 3 de Outubro, que revogou o regime constante do Código das Sociedades Comerciais ⁽⁴⁾. O regime do dever de lançamento de oferta, todavia, passou a apresentar uma complexidade ainda mais acentuada no tocante às previsões de ofertas obrigatórias, fixando cinco limites ao longo dos arts. 527.º, n.º 1, e 528.º, n.º 2. De um lado, cominava-se a obrigatoriedade para quem detivesse mais de metade e menos de dois terços dos direitos de voto e pretendesse adquirir mais de 3% desses direitos num ano.

Em segundo lugar, determinava-se a constituição do dever quando o oferente pretendesse adquirir valores que confirmam dois terços ou mais de dois terços desses direitos. Por seu turno, era imposta a OPA a quem pretendesse adquirir mais de metade dos direitos de voto da sociedade visada e a quem, por qualquer motivo, houvesse ultrapassado tal fasquia. Além disso, foi estabelecida a obrigatoriedade aos que

⁽³⁾ Cfr., respectivamente, os arts. 525.º, n.º 2, 346.º e 530.º do Código do Mercado de Valores Mobiliários. Em geral, sobre o regime do Código do Mercado de Valores Mobiliários, antes das modificações introduzidas em 1995, consulte-se AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *Da Oferta Pública de Aquisição e o seu Regime Jurídico*, Coimbra (1995); CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Os Casos de Obrigatoriedade do Lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição*, in *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*, Lisboa (1992); FERNANDO DA COSTA LIMA, *A Experiência das OPA em Portugal*, in *Anuário da Economia Portuguesa* (1995), 71-74; JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Estudos de Direito Comercial (Pareceres)*, Coimbra (a edição é de 1996, embora os pareceres respeitantes a esta matéria sejam anteriores à entrada em vigor do DL n.º 261/95, de 3 de Outubro), 207-246; JOSÉ MIGUEL JÚDICE/MARIA LUÍSA ANTAS/ANTÓNIO ARTUR FERREIRA/JORGE BRITO PEREIRA, *OPA. Ofertas Públicas de Aquisição. Legislação Comentada*, Lisboa (1992); JOSÉ NUNES PEREIRA, *O regime jurídico das ofertas públicas de aquisição no Código do Mercado de Valores Mobiliários: principais desenvolvimentos e inovações*, in *Revista da Banca* n.º 18 (1991); RAÚL VENTURA, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, Coimbra (1992), 29-98.

⁽⁴⁾ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *A Oferta Pública de Aquisição*, in *Direito dos Valores Mobiliários* (1997); Id., *A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis*, in *ROA* ano 58 (1998), 133-145; JORGE BRITO PEREIRA, *OPA Obrigatória* (1998); PAULO CÂMARA, *Deveres de informação e formação de preços no direito dos valores mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2 (1998), 79-94.

adquiram mais de 20% desde 1 de Janeiro do ano civil anterior, independentemente da posição de partida do oferente.

A complexidade do edifício normativo relativo às ofertas de aquisição atingia, aqui, proporções reconhecidamente excessivas, o que constituiu motivo decisivo — menos substancial que formal — para sugerir a necessidade de uma revisão de fundo.

II — Este percurso conduz-nos ao regime das ofertas públicas de aquisição constante do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13 de Novembro ⁽⁵⁾.

Já após a versão originária do actual Código, a disciplina sobre OPA viria a conhecer algumas novidades relevantes, por força da transposição de dois textos comunitários para o ordenamento jurídico interno: a Directiva das OPAs (Directiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril) ⁽⁶⁾, a Directiva da Transparência (Directiva n.º 2004/109/CE, do Parlamento e do Conselho, de 15 de Dezembro) e a sua Directiva de execução (Directiva n.º 2007/14/CE da Comissão, de 8 de Março de 2007).

A transposição do primeiro diploma comunitário foi efectuada para o Direito português através das modificações ao Código dos Valores Mobiliários introduzidas pelo DL n.º 219/2006, de 2 de Novembro ⁽⁷⁾ — ao passo que o regime comunitário da transparência foi incorporado na ordem jurídica interna portuguesa através de alterações ao mesmo Código provocadas pelo DL n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro.

III — Em balanço, a partir do recenseamento realizado, vê-se que em Portugal os regimes das ofertas de aquisição se sucedem à razão média de um por cada quatro anos.

⁽⁵⁾ MARGARIDA COSTA ANDRADE, *Algumas considerações sobre a oferta pública de aquisição de acções simples e voluntária no regime jurídico português*, BFDUC (2002), 699-744.

⁽⁶⁾ PHILIPPE LAMBRECHT, *The 13th Directive on Takeover Bids — Formation and Principles*, in FERRARINI, GUIDO/HOPT, KLAUS/WYMEERSCH, EDDY, *Capital Markets in the Age of the Euro. Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, The Hague/London (2002), 441-465.

⁽⁷⁾ ANA SÁ COUTO, *Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA, Cadernos Mercado de Valores Mobiliários n.º 25* (Dezembro 2006), 70-76.

Ao direito das ofertas públicas de aquisição falta ainda a espessura do tempo, pelo que este não é caso único no contexto europeu. Basta lembrar que o principal texto inspirador do dever de lançamento de OPA — o britânico *City Code on Takeovers and Mergers* — é objecto de alterações em cadência ainda mais intensa, registando-se mais de dez modificações nos seus primeiros trinta anos de vigência ⁽⁸⁾.

De todo o modo, a precária sedimentação legislativa do instituto provoca sérias consequências no tráfego, pois é adversa à segurança e à previsibilidade das decisões de tomada de sociedades, que também são decisões de investimento que o direito deve tutelar. Por outro lado, à luz das concepções continentais, tal coloca dúvidas sobre a apetência de tratamento do dever de lançamento de oferta pública de aquisição num instrumento normativo carecido de estabilidade, como é caso de um Código dos Valores Mobiliários.

Perante esta dúvida, uma saída possível foi ensaiada em Itália, cujo sistema jurídico conheceu duas reformas de fundo na década de noventa quanto ao regime do dever de lançamento de oferta. Por isso, o *Testo Unico Finanziario* de 1998, optando por uma sensível desgradação normativa do instituto, passou confiar mais espaço ao desenvolvimento regulamentar promovido pela autoridade de supervisão ⁽⁹⁾.

⁽⁸⁾ O próprio *Panel* vê na revisão do *City Code* um processo contínuo para assegurar que o diploma reflecte a prática dos mercados (TAKEOVER PANEL, *Report* (1997/1998), 12). A versão oficial do *City Code* é, por este motivo, editada em encadernação com folhas soltas (*loose-leafs*).

⁽⁹⁾ PIERGAETANO MARCHETTI/LUIGI ARTURO BIANCHI (ed.), *La Nuova Disciplina delle Società Quotate*, Milano (1999), T. I, 182-499 (495-499); ROBERTO WEIGMANN, *La Nuova Disciplina delle OPA*, in F. BONELLI/V. BUONOCORE/F. CORSI/R. COSTI/P. FERRO-LUZZI/A. GAMBINO/P. G. JAEGER/A. PATRONI GRIFFI, *La Riforma delle Società Quotate*, Milano (1998), 197-209; RAFFALELE D'AMBROSIO, *Offerte Pubbliche di Acquisto o di Scambio*, in CARLA RABITTI BEDOGNI, *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario*, Milano (1998), 593-612; LUCA PICONE, *Le Offerte Pubbliche di Acquisto*, Milano (1999); MARCO MARTINI, *The New Italian Law on Takeover Bids*, in *Quaderni di Finanza*, n.º 32 (Mar.1999), 7-13; FRANCESCO CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Rivista delle Società* (Set/Out. 1998), 1352-1365 (1361-1365). De entre todos, este último autor é o que se apresenta mais crítico em relação ao espaço regulador da Consob, por considerar que as OPAs brigam com princípios, constitucionalmente sustentados, de liberdade contratual e do direito à propriedade (1364-1365).

A resposta do ordenamento português é muito próxima, assentando sobretudo numa maior depuração dos enunciados normativos para lhes assegurar estabilidade. Com efeito, na linha do que em geral caracteriza o Código dos Valores Mobiliários ⁽¹⁰⁾, sobretudo na sua versão originária, é patente a menor densidade normativa da actual disciplina, sendo reduzida a quase um terço o conjunto de preceitos que, sobre as mesmas matérias, se encontravam no anterior Código.

2. CONCEITO E ÂMBITO

I — As ofertas públicas de aquisição — ou, abreviadamente, OPA — são propostas dirigidas ao público tendo em vista a aquisição de valores mobiliários, através de um processo estabelecido por lei. Ao contrário do que sucede em relação às emissões, as ofertas de aquisição apelam a uma decisão de alienação de valores mobiliários: visam decisões de desinvestimento.

Apesar da intermediação, a oferta dirige-se aos titulares dos valores mobiliários emitidos pela sociedade visada: depende, pois, do grau de aceitação por estes o sucesso ou insucesso da oferta.

II — Em causa pode estar a proposta de aquisição de qualquer tipo de valor mobiliário. Na disciplina instituída pelo Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991 circunscrevia-se a OPA a valores mobiliários que dêem lugar a aquisição, mediata ou imediata, de direitos de votos ⁽¹¹⁾. *Mas não teria de ser necessariamente assim*: é inteiramente legítimo projectar adquirir, através de oferta pública, qualquer tipo de valor mobiliário. Não poderia, por isso, aceitar-se a lacuna legislativa constante do Código de 1991, que omitia nomeadamente a regulação de ofertas de aquisição de valores mobiliários representativos

⁽¹⁰⁾ Sobre a reformulação formal que o novo Código pretendeu introduzir, cfr. SOUSA FRANCO, *Apresentação*, in *Trabalhos Preparatórios do Código dos Valores Mobiliários*, Lisboa (1999), 21, e, no mesmo volume, também os despachos ministeriais e os documentos de trabalho referidos a págs. 43-44, 46, 48-52, 92 e 104. O Preâmbulo do Código também reflecte esta preocupação de simplificação e síntese, no seu n.º 3.

⁽¹¹⁾ Art. 523.º, n.º 1, CdMVM.

de dívida — que deveriam ter pleno cabimento no tratamento codificado das ofertas de aquisição em geral.

Em resposta a estas objecções, o Código actual veio consagrar um *princípio de liberdade do objecto* das OPA, o que se retira do art. 173.º, n.º 3: a OPA, de acordo com este preceito, pode ser dirigida em relação a qualquer valor mobiliário.

No entanto, o processo das OPA está sobretudo pensado para a aquisição de valores mobiliários com interferência no domínio. Daí a função do n.º 3 do art. 173.º, que esclarece que há um conjunto de normativos que não se aplicam à OPA sem interferência do controlo da sociedade (anúncio preliminar, deveres de informação sobre transacções efectuadas, deveres do emitente, oferta concorrente e OPA obrigatória).

3. A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO COMO TÉCNICA DE CONCENTRAÇÃO EMPRESARIAL

I — Apesar do princípio de liberdade de objecto das OPAs, acabado de examinar, a matéria tem umbilicavelmente uma ligação ao controlo de sociedades emittentes de acções. As OPAs configuram-se, por esse motivo, como *técnica de concentração do controlo* nas mãos do oferente.

À margem das ofertas públicas de aquisição, o legislador nacional regula outras possíveis técnicas de concentração de empresas: destaca-se a fusão entre sociedades (arts. 97.º-117.º CSC), a celebração de contrato de grupo (contrato de grupo paritário e contrato de subordinação: arts. 492.º e 493.º ss. CSC), o processo conducente à perda de qualidade de sociedade de subscrição pública (arts. 27.º-29.º Cód.VM) e a aquisição tendente ao domínio total (arts. 194.º a 197.º Cód.VM). Faremos seguidamente um sumário exercício comparativo destes institutos, para preparar a análise do perfil funcional das ofertas públicas de aquisição.

II — A fusão, regulada nos arts. 97.º a 117.º CSC, supõe um sólido mecanismo de legitimação decisória entre os órgãos sociais e os sócios das sociedades envolvidas. Com efeito, o projecto de fusão carece de aprovação pelos órgãos de administração das sociedades que vão ser

objecto da fusão e também pelas assembleias gerais das sociedades que vão ser integradas na fusão. O melindre envolvido na partilha de poder societário e a eventualidade de ocorrerem impugnações das deliberações sociais por parte dos sócios discordantes constituem aspectos que caracterizam os processos de fusão.

Por outro lado, do ponto de vista de protecção dos sócios que discordam com a fusão, esta técnica de concentração apresenta outro aspecto digno de menção, ao não assegurar o respectivo direito de exoneração. Segundo o art. 105.º CSC, só se o contrato de sociedade o prever (e raramente o faz), é que este direito de exoneração é salvaguardado ⁽¹²⁾.

III — Outra técnica alternativa de concentração do poder societário é a da celebração de um *contrato de grupo*, nos termos dos arts. 492.º ou 493.º CSC. Tal pode revestir a forma de *contrato de grupo paritário* ou de *contrato de subordinação*: e em ambos os casos, contrariamente à fusão, pressupõe-se a independência formal das pessoas jurídicas coligadas. Nessa medida, esta representa uma modalidade menos intensa de concentração empresarial.

Porém, o contrato de grupo paritário envolve a subordinação a uma direcção unitária que é, em termos práticos, difícil de architectar — trata-se, conseqüentemente, de um contrato praticamente inexistente em Portugal. De seu lado, o contrato de subordinação envolve a subordinação da gestão de uma sociedade a outra, podendo a sociedade dominante dar instruções desvantajosas à sociedade dominada (art. 503.º CSC) — oferecendo por isso pouca concretização na prática.

IV — O Código dos Valores Mobiliários prevê uma outra técnica de concentração empresarial, dirigida exclusivamente às sociedades abertas, que é precisamente o processo de *perda da qualidade de sociedade aberta*.

⁽¹²⁾ MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, I (2007), 959, ss.; RAÚL VENTURA, *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades* (1990, reimp. 2006), 5-55; DIOGO COSTA GONÇALVES, *Anotações aos arts. 97.º-117.º*, em MENEZES CORDEIRO (org.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, cit., 317-406.

Esta é uma qualidade que se adquire quando há dispersão do capital pelo público, mas pode ser perdida através de um acto formal da CMVM, tendo-se em vista os arts. 27.º a 29.º do Código dos Valores Mobiliários. A perda de qualidade pode resultar uma de três situações: de uma OPA com sucesso a 90%; da tomada de deliberação tomada a 90% do quórum em termos de votos expressos; da exclusão de mercado com base na falta de dispersão pelo público ⁽¹³⁾.

A segunda hipótese — a deliberação com maioria qualificada — pode configurar-se como saída mais fácil para a perda da qualidade de sociedade aberta. Mas para o recurso a este meio, tem de haver um sócio — conforme exige o art. 27.º, n.º 3, al. a) — que se comprometa a garantir aquisição das acções dos sócios que não votaram favoravelmente a perda de qualidade. Essa pessoa emitirá uma declaração que é irrevogável pelo período fixado na lei (pelo menos três meses: art. 27.º, n.º 3, al. a), isto é, que equivale a uma proposta de aquisição das acções sobranes em relação aos sócios que não votaram favoravelmente a perda de qualidade. Este processo, que também revela alguma dificuldade do ponto de vista da concentração do capital social das sociedades, é fiscalizado de perto pela CMVM.

4. PERFIL FUNCIONAL DA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO

I — No mercado de controlo das sociedades abertas ao investimento do público, as ofertas públicas de aquisição representam uma técnica de concentração empresarial que instituem um tratamento paritário entre os destinatários, o que se revela muito importante.

Além disso, a oferta de aquisição representa, em geral, um factor de eficiência. Este é um campo muito propício para a análise económica do direito, como seguidamente se demonstrará ⁽¹⁴⁾.

⁽¹³⁾ Cfr. *infra*, § 44.º

⁽¹⁴⁾ Cfr., sobre este ponto, ROBERTA ROMANO, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, in KLAUS HOPT/EDDY WYMEERSCH ed., *European Takeovers. Law and Practice*, London et al. (1992), 3-48.

II — O ponto de partida para a compreensão desta ideia reside na circunstância de a decisão, tomada pelos titulares de um órgão de administração, de dispersão do capital pelo mercado significa uma maior vulnerabilidade relativamente a tomadas hostis, que pode — em última análise — desalojar essas mesmas pessoas das suas funções, por funcionamento do jogo livre do mercado ⁽¹⁵⁾.

Com efeito, o princípio de livre transmissibilidade assegura a cada sócio a possibilidade de, a qualquer momento, se desembaraçar das acções emitidas pelas sociedades anónimas (art. 328.º CSC). Ora, fácil é perceber que essa faculdade mostra mais probabilidade de ser exercida em situações de descontentamento em relação ao desempenho dos administradores. Por outro lado, a vulnerabilidade a ofertas de aquisição é maior em sociedades em que o desempenho menos eficiente da administração tenha conduzido a uma desvalorização dos preços em mercado (*Wall Street rule*) ⁽¹⁶⁾. Com a OPA, abre-se a porta ao aparecimento de uma nova administração — que, procurará tendencialmente afinar os resultados da sociedade e assim furtar-se a nova tomada. Aqui residem as virtualidades económicas das OPAs — e isto, em parte, fornece explicação para a subida de preços que a oferta de aquisição, quase invariavelmente, gera.

É neste sentido, também, que se afirma que a fidelização dos accionistas — com um desempenho inatacável dos administradores, compreendendo designadamente uma política adequada de distribuição de dividendos — constitui por si o meio mais eficaz de contrariar ofertas hostis.

⁽¹⁵⁾ JOHN C. COFFEE jr, *Regulating the Market for Corporate Control; A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, in Columbia LR, 84 (1984), 1145-1296; MIKE BURKART, *Economics of Takeover Regulation*, Discussion Paper n. 256, LSE Financial Markets Group (1996); FRANK EASTERBROOK/DANIEL FISCHEL, *Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholders' Welfare*, Bus. Law. 36 (1981), 1733-1750; Id., *Corporate control transactions*, Yale LJ (1981/82), 698-737; MICHAEL JENSEN/RUBACK, *The market for corporate control: the scientific evidence*, in *Journal of Financial Economics*. Vol. 11 (1983), 127-168.

⁽¹⁶⁾ JONATHAN MACEY, *Takeovers in the United States: a Law and Economics Perspective*, in Quaderni di Finanza, n.º 32 (1999), 28-40; OMESH KINI/WILLIAM KRACAW/SHEZAD MIAN, *The Nature of Discipline by Corporate Takeovers*, *Journal of Finance* n.º 4 (2004), 1511-1552.

III — Estas considerações, somadas à ideia de liberdade de iniciativa empresarial (de tomada de sociedades — entenda-se) também serão retomadas à frente, pois favorecem uma pré-compreensão adversa aos meios de defesa, ou seja, ao conjunto de medidas que se oferecem a uma sociedade visada com vista a evitar uma mudança da estrutura de controlo e, por via do novo jogo de forças na assembleia geral, que tenham por escopo prevenir uma alteração da composição do seu órgão de administração ⁽¹⁷⁾. Como se verá seguidamente, a validade e a eficácia destes meios de defesa depende de um largo número de variáveis: a sua admissibilidade não é juridicamente irrestrita ⁽¹⁸⁾.

5. MODALIDADES DE OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO

I — As ofertas públicas de aquisição conhecem diversas modalidades. Em atenção ao critério da *natureza da contrapartida*, a OPA (empregando aqui o termo em sentido restrito) é a oferta que pressupõe uma contrapartida em dinheiro, ao passo que na *oferta pública de troca* a contrapartida é representada por valores mobiliários, emitidos ou a emitir, designação mantida ainda na circunstância de uma alternativa em dinheiro ser também prevista. Como sem dificuldade se intui, a oferta pública de troca com valores a emitir implica a coexistência de uma OPA e de uma oferta pública de subscrição.

II — Em função do objecto da oferta, a OPA qualifica-se como *geral* quando visa o universo das acções e dos valores mobiliários que dêem direito à sua subscrição ou aquisição emitidos pela sociedade visada. Nesta qualificação, é lícito descontar os valores já detidos pelo oferente.

Por oposição, dir-se-á que a oferta parcial se caracteriza pelo facto de o respectivo objecto ser mais circunscrito que o da oferta

⁽¹⁷⁾ Cfr. *infra*, § 33.º, 10.

⁽¹⁸⁾ OLAF WEIß, *Der angemessene Handlungsrahmen der Zielverwaltung in der Übernahmesituation*, Berlin (2008), 19-28.

geral. No plano do regime positivo, detectam-se relevantes decorrências desta classificação. As ofertas obrigatórias são necessariamente gerais (art. 187.º, n.º 1).

III — Resta referir que é *obrigatória* a OPA cujo lançamento surge em cumprimento de imposição legal (art. 187.º); a OPA *voluntária*, pelo contrário, assenta numa decisão do oferente incondicionada por lei.

Entre nós, as ofertas obrigatórias são unicamente aquelas que têm por objecto acções e outros valores mobiliários que confirmam o direito à sua subscrição ou aquisição emitidos por sociedades abertas.

Esta contraposição assume importância em termos sistemáticos, porque existem regras gerais sobre OPA — a saber, as incluídas nos arts. 173.º até 186.º — aplicáveis a todas as ofertas, sejam voluntárias ou obrigatórias ⁽¹⁹⁾. As regras contidas nos arts. 187.º, por seu turno, apenas são aplicáveis às ofertas obrigatórias.

6. O PROCESSO DA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO: QUADRO GERAL

I — O processo da oferta pública de aquisição denota uma complexidade variável. Abaixo consideram-se as *fases processuais necessárias*, a verificar-se mesmo em OPAs de extrema simplicidade.

A oferta inicia-se com a divulgação do anúncio preliminar, que serve de comunicado urgente a condensar os aspectos principais da proposta de aquisição (arts. 175.º e 176.º). Segue-se o relatório preparado pelos membros do órgão de administração da sociedade visada, elaborado perante os projectos de prospecto e de anúncio de lançamento (art. 181.º).

O registo na CMVM constitui a condição legal para o início do período da oferta (arts. 115.º, 116.º e 179.º), a que se segue a divulgação do anúncio de lançamento (art. 183.º-A) e do prospecto (art. 138.º).

⁽¹⁹⁾ Mas neste caso a aplicação da parte geral deve processar-se com cautelas: cfr. PAULO CÂMARA. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* (2009), 649-653.

Durante o período da oferta, os destinatários transmitem as ordens de alienação aos respectivos intermediários financeiros (art. 126.º). O prazo da oferta pode variar entre 2 a 10 semanas, devendo em todo o caso ser adequado às características da oferta, aos interesses dos sujeitos envolvidos na operação e às exigências de funcionamento do mercado (art. 125.º).

Como sucede em qualquer oferta pública, o processo encerra com o apuramento e a divulgação de resultados (art. 127.º).

II — Há, por outro lado que ter em conta as *fases processuais eventuais*. Assim, o anúncio preliminar pode ser revisto, desde que não seja em sentido menos favorável para os destinatários da oferta (art. 175.º, n.º 2). No seu todo, as vicissitudes que podem atravessar a oferta são as seguintes:

- Revisão de anúncio preliminar;
- Autorizações de outras autoridades administrativas de que dependa a aquisição dos valores mobiliários visados (por exemplo: Banco de Portugal, Instituto de Seguros de Portugal, Autoridade da Concorrência ou Comissão Europeia);
- Anúncio de oferta(s) concorrente(s);
- Revisão da oferta;
- Actualização de relatório da administração da visada;
- Aprovação de medidas com potencial alcance defensivo.

Cada uma destas fases será analisada adiante.

7. A FASE PRELIMINAR

I — A fase preliminar da oferta pública de aquisição constitui um pólo de confluência de múltiplos interesses, em certa medida divergentes entre si.

Quando o oferente decide lançar uma oferta, e para que esta tenha probabilidade de ter êxito, é natural oferecer mais do que aquilo por que as acções estão a ser compradas no mercado. Por esse motivo, a fase inicial de preparação da oferta pública de aquisição comporta um risco muito significativo de *abuso de informação privilegiada*, isto é,

implica a possibilidade de alguém ter acesso à informação de que está em vias de lançamento uma oferta pública de aquisição e, com base nessa informação precisa, que não é informação pública, utilizá-la em seu proveito ou em proveito de terceiros.

A partir daqui compreende-se que o abuso de informação privilegiada (art. 378.º) tenha como uma das áreas aplicativas mais importantes precisamente a da altura em que o oferente não tornou ainda pública a decisão de lançamento de OPA. O fundamento desta prescrição reside fundamentalmente na igualdade de tratamento em termos informativos ⁽²⁰⁾.

II — Estas preocupações ligadas aos interesses em jogo na preparação da oferta, conduzem a dois traços importantes do regime na fase preparatória da oferta: o primeiro tem a ver com a imposição, à entidade oferente e às pessoas que estão envolvidas na preparação da oferta, de deveres de segredo até ao momento em que a oferta é tornada pública.

Os deveres de segredo nesta fase preparatória aparecem consagrados no art. 174.º e apenas cessam no momento em que é tornada pública a oferta de aquisição. O âmbito subjectivo deste dever de segredo é bastante amplo, cobrindo o oferente, a sociedade visada, os seus accionistas e os titulares de órgãos sociais e todas as pessoas que lhes prestem serviços, ainda que a título ocasional.

O dever de segredo imposto pelo art. 174.º não pode, como tal, reconduzir-se (pelo menos na íntegra) ao sigilo profissional, na medida em que abrange também os sócios ⁽²¹⁾.

Deve frisar-se que este regime é mais severo do que o encontrado a propósito da divulgação de informação na fase preparatória das ofertas públicas de distribuição, no art. 162.º: neste preceito estabelece-se, tão só, deveres de discrição e de utilização vinculada da informação, e não de segredo em sentido técnico.

⁽²⁰⁾ Cfr. *infra*, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 865-877.

⁽²¹⁾ Há consequências, ao nível penal, desta constatação que não serão aqui exploradas.

III — Os riscos informativos inerentes à fase de preparação da oferta pública de aquisição determinaram o *sistema de duplo anúncio* em que o processo de oferta pública de aquisição assenta. Como já foi dito, além de o *iter* da oferta compreender, como em todas as ofertas públicas, um *anúncio de lançamento*, que incorpora em si os elementos essenciais da declaração contratual do oferente e cuja divulgação determina o início da oferta, temos também necessariamente na OPA, em fase processualmente anterior, um anúncio que deve ser publicado logo que seja tomada a decisão, que é o *anúncio preliminar* (arts. 175.º e 176.º).

A existência destes dois documentos informativos é estabelecida injuntivamente, e são ambos insubstituíveis. Apesar de o conteúdo do anúncio preliminar apenas dever cumprir as exigências mínimas quanto às menções obrigatórias descritas no art. 176.º ⁽²²⁾, a verdade é que, mesmo que o conteúdo do anúncio preliminar fosse exaustivo, cobrindo todos os elementos que, nos termos do art. 123.º, n.º 1, são tidos como essenciais à descrição do contrato, tal não dispensaria a publicação de anúncio de lançamento, ainda que substancialmente repetindo a informação já constante do anúncio preliminar.

IV — O dever de comunicação do anúncio preliminar é consagrado no art. 175.º: o seu fundamento deve-se precisamente à necessidade de prevenir assimetrias informativas, por forma a que mal a decisão sobre o lançamento da OPA seja tomada, imediatamente ela seja tornada pública através de um anúncio.

O dever de publicação do anúncio preliminar é de cumprimento imediato, assim que seja tomada a respectiva decisão. Uma exigência tão severa, quanto ao momento da divulgação de informação, apenas encontra paralelo, ao longo do Código, no dever de informação sobre factos relevantes previsto no art. 248.º: e não será coincidência, uma vez que também a decisão de lançamento de uma oferta constitui, por si, um facto potencialmente muito sensível à evolução de preços em mercado.

Utiliza-se no art. 175.º (tal como no art. 248.º) o conceito indeterminado de *imediatividade*. A sua densificação interpretativa é insus-

⁽²²⁾ Cfr. *infra*, 3.2. V.

ceptível de uma conceptualização rígida, sendo embora de vincar que a interpretação do tráfego tem convergido no sentido de que em poucas horas o anúncio deve ser divulgado. Os meios modernos de divulgação podem impor, em certos casos, uma divulgação ainda mais rápida.

Isto vem significar que na maturação da decisão sobre lançamento de uma oferta, existe uma alternativa rígida: o potencial oferente ou guarda segredo; ou, ao invés, tomada a decisão, deve imediatamente publicar o anúncio preliminar.

V — A articulação do segredo anterior à decisão com a imediata divulgação da mesma sob a forma de anúncio preliminar conduz a que exista, neste momento preliminar, uma alternativa rígida: o potencial oferente, ou guarda segredo, ou torna pública a decisão.

Na tão difícil quanto essencial distinção entre os dois momentos — o da existência de um dever de não revelar a provável futura oferta — e o momento de imediata divulgação do anúncio preliminar, o que é importante é determinar o momento em que a decisão se considera tomada.

Este, contudo, é um ponto em que o Código dos Valores Mobiliários não fornece nenhum subsídio directo para a sua resolução. Estudando problema paralelo, nos Estados Unidos, a jurisprudência tem entendido que, nas negociações preliminares entre a sociedade visada e um potencial oferente relativamente ao lançamento, por este, de uma OPA não existe dever de informação até estar determinado o preço: é o designado *price and structure test* ⁽²³⁾.

Como já assinalei noutra local ⁽²⁴⁾, julgo que este contributo pode merecer algum aproveitamento em relação ao direito português. Em adaptação ao contexto jurídico nacional, deverá alargar-se tal construção, por forma a considerar que a decisão negocial se reputa como tomada logo que determinados os respectivos elementos essenciais. Lembre-se que tal modelo decisório é coerente com a regra civil expressa no

⁽²³⁾ THOMAS LEE HAZEN, *Treatise on the Law of Securities Regulation*³, St. Paul Minn. (1995), 307-308.

⁽²⁴⁾ *Deveres de informação e formação de preços no direito dos valores mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2 (1998), 89.

art. 232.º CC — e não poderá legitimamente duvidar-se que, no âmbito do lançamento de uma OPA, o apuramento do preço constitua, efectivamente, um elemento essencial do negócio a propor aos accionistas da sociedade visada.

Assim, em conclusão, pode retirar-se que o dever de divulgação do anúncio preliminar se constitui logo que estejam fixados os elementos essenciais da projectada oferta — nomeada, mas não exclusivamente, quando estiver determinada a respectiva contrapartida.

VI — Uma das consequências mais visíveis do carácter imediato de publicação do anúncio preliminar prende-se com a circunstância de dele constar a identificação do intermediário financeiro a prestar assistência à oferta *apenas se este tiver já sido designado* (al. e) do n.º 1 do art. 176.º).

Este traço do regime, que se demarca do código anterior, prende-se com a eventualidade de os contactos com intermediários — até que o oferente encontre o parceiro contratual certo — poderem aumentar o risco de fugas de informação. O desejo legislativo de limitar suplementarmente, deste modo, a probabilidade de aproveitamento ilícito de informação privilegiada fez com que a contratação com um intermediário financeiro possa, por isso, ficar relegada para um momento posterior ao da divulgação do anúncio preliminar.

Não se trata, porém, de uma regra facultativa: a indicação do intermediário do oferente é efectivamente obrigatória, caso já tenha havido celebração de contrato de assistência com o intermediário.

VII — Ao pronunciar-se sobre o conteúdo do anúncio preliminar, o art. 176.º vem indicar-nos apenas alguns elementos sobre a oferta a lançar. Assim, o anúncio preliminar não tem que ser completo quanto aos elementos da oferta pública de aquisição, limitando-se aos elementos essenciais que vêm descritos neste preceito.

De outro lado, para a compreensão do significado deste anúncio, deve atender-se ao art. 175.º, n.º 1, al. a), segundo o qual o efeito do anúncio preliminar é o de vincular o oferente a lançar a oferta. Assim, a publicação do anúncio preliminar não equivale tecnicamente ao lançamento da oferta — que apenas ocorre com a divulgação do anúncio de lançamento —, mas obriga o oferente a lançar a oferta em termos

não menos favoráveis para os destinatários do que os termos constantes daquele anúncio.

VIII — Na determinação da relação entre os dois anúncios divulgados ao longo do processo da oferta, releva saber se e em que medida podem ocorrer alterações de conteúdo entre aquela peça que anuncia pela primeira vez a decisão do lançamento da oferta e o documento informativo que incorpora, em termos definitivos, a declaração contratual.

Preliminarmente, deve esclarecer-se que há uma parcela de aditamentos que inevitavelmente surgem no anúncio de lançamento, em virtude de o conteúdo informativo deste ser mais exigente do que o do anúncio preliminar. O simples confronto entre o art. 176.º e o art. 123.º permite extrair essa conclusão: veja-se nomeadamente que o prazo da oferta não constitui elemento a constar obrigatoriamente do anúncio preliminar.

No entanto, é a al. a) do n.º 1 do art. 175.º que desempenha um papel decisivo para determinar a relação entre o anúncio preliminar e o anúncio de lançamento de uma oferta pública de aquisição, ao estipular que o anúncio preliminar vincula o oferente a lançar a oferta *em termos não menos favoráveis* que os resultantes daquele anúncio.

A partir daqui, é pacífico que se podem esboçar situações de modificação efectiva dos termos da oferta. Impõe-se considerar, nesse cenário, três hipóteses distintas, seguidamente arroladas.

Numa primeira hipótese, o anúncio de lançamento mantém as mesmas condições do anúncio preliminar: ao abrigo do art. 175.º esta hipótese é permitida. Nesta conformidade, o anúncio de lançamento pode repetir as mesmas condições já constantes do anúncio preliminar.

Situação distinta é a verificada quando o anúncio de lançamento introduz uma melhoria nas condições dos destinatários em relação ao anúncio preliminar: trata-se de hipótese igualmente consentida no art. 175.º Frise-se que a melhoria pode respeitar não apenas à contrapartida da oferta.

A última hipótese a ponderar, é a de o anúncio de lançamento introduzir um desfavor das condições do destinatário em relação ao anúncio preliminar. Esta é uma situação claramente proibida pelo art. 175.º, al. a).

IX — Hipótese mais melindrosa é aquela em que o anúncio de lançamento favorece, nalguns pontos os destinatários, em relação à peça preliminar — mas em outras cláusulas introduz termos menos favoráveis. O tema foi tratado pelo Professor MENEZES CORDEIRO que retoma, a propósito, os contributos paralelos relativos à articulação de fontes de direito de trabalho, onde — na concretização aplicativa do *favor laboratoris* — tem prevalecido a teoria da conexão, que prefere a comparação de conjunto de cláusulas que se mostrem incidíveis. Transportando estes dados para o domínio mobiliário, o autor concluiu dever a comparação entre o anúncio preliminar e o anúncio de lançamento ser efectuada por referência a grupos de cláusulas materialmente ligadas ⁽²⁵⁾.

A isto acrescentar-se-á, naturalmente, a essencialidade do preço no plano da apreciação típica de uma oferta por parte dos destinatários. Tal significa que dificilmente se admitirá uma redução do preço, ainda que tal venha acompanhada de um favorecimento da oferta em outros pontos da mesma.

X — A lei não veda a possibilidade de introdução de modificações ao anúncio preliminar antes do registo da oferta pública de aquisição.

Repare-se que após o registo da oferta, a sua modificação apenas pode ocorrer ao abrigo do art. 128.º — isto é, havendo alteração das circunstâncias. Antes dessa etapa processual, como verificámos, não existe semelhante condicionamento, podendo qualquer modificação ser introduzida, desde que não introduza termos menos favoráveis do prisma dos destinatários.

Uma exigência implícita da lei é que a decisão de modificação do anúncio preliminar deva ser imediatamente divulgada, para que, em cumprimento de lógica semelhante à do art. 175.º, não haja riscos de abuso de informação privilegiada.

XI — Na determinação da possível extensão da alterabilidade do anúncio preliminar, ponto é que seja *a mesma oferta*, ainda que alte-

⁽²⁵⁾ *Ofertas Públicas de Aquisição*, cit., 289-290.

rada. De facto, não pode a modificação ao anúncio preliminar ser tão radical que implique outra oferta.

Sem preocupação de exaustão, no plano das vicissitudes objectivas, consideram-se sem embaraço admissíveis alterações de contrapartida, supressão de condições de eficácia e alargamento do objecto da oferta.

É menos claro que possa haver alteração da pessoa do oferente. Como adiante se esclarecerá, a lei consente a substituição do oferente, mas no contexto próprio das ofertas obrigatórias.

Um alargamento do número de oferentes é comparativamente hipótese menos problemática, na medida em que se reforça a garantia patrimonial ligada ao pagamento da contrapartida. Mas o ponto pode ser mais complexo, caso os objectivos dos novos oferentes sejam diversos dos do oferente inicial.

XII — Após a análise efectuada ao regime do anúncio preliminar, pode ensaiar-se uma sintética tomada de posição sobre sua natureza.

Repare-se que — até por força urgência da sua divulgação — o anúncio preliminar não apresenta uma descrição completa da oferta a ser dirigida, apenas devendo conter os elementos impostos pelo art. 176.º Além disso, não representa tão-pouco a última palavra do oferente (não é, neste sentido, *definitivo*) na medida em que, as condições da oferta podem ser alteradas no anúncio de lançamento.

Além disso, em diversos pontos da lei, transmite-se a ideia que o lançamento da oferta apenas ocorre após o respectivo registo e com a divulgação do anúncio de lançamento. E é apenas a propósito do conteúdo deste que se diz conter *os elementos do contrato a que se refere* (art. 123.º, n.º 1).

Assim, como primeira conclusão a extrair, impõe-se referir que o anúncio preliminar *ainda não é tecnicamente uma proposta contratual*.

No entanto, a verdade é que — e este é outro efeito que decorre do art. 175.º, n.º 2, al. a) — o anúncio preliminar obriga o oferente a lançar a oferta e portanto revela a intenção inequívoca de contratar. Dito de outro modo, o anúncio preliminar corresponde ao cumprimento de um dever informativo que, por seu turno, tem como decorrência a assunção de um dever de lançamento da oferta pública de aquisição.

Isto é de tal forma verdade que passamos a ter aqui já aplicáveis as principais regras em matéria das ofertas públicas. Indicam-se, a título exemplificativo, as seguintes:

- a) Do mesmo modo, embora não haja ainda a partir do anúncio preliminar uma oferta porque o quadro contratual não está ainda fixado em definitivo, já há aplicação dos princípios gerais da matéria das ofertas designadamente em termos de igualdade de tratamento (vejam o problema informativo que justifica este dever de publicação imediata do anúncio preliminar).
- b) Se a oferta é obrigatória ou concorrente, já se aplicam as regras relacionadas com o preço mínimo a apresentar.
- c) Idêntica conclusão vale quanto à irrevogabilidade da oferta. Com efeito, não pode haver revogação do anúncio preliminar salvo em casos de alteração das circunstâncias (nos termos, já estudados, do art. 128.º) o que, se já é excepcional no direito civil, mais excepcional se revela ainda no domínio das ofertas públicas relativas a valores mobiliários.
- d) A retirada da oferta (art. 131.º), embora pressuponha na sua configuração central que a oferta tenha sido lançada, corresponde a um instituto que também se ajusta a ofertas preliminarmente anunciadas. Não se esqueça, preliminarmente, o impacto que o simples anúncio preliminar provoca no mercado, designadamente em termos dos preços dos valores mobiliários visados pela oferta: dado que o oferente apresentará, de princípio, um preço superior ao verificado no mercado.

Um duplo argumento pode ser apresentado a este propósito. Por maioria de razão, se à CMVM assiste o poder de retirar a oferta já lançada quando o seu objecto é legalmente impossível, também se lhe reconhecerá a faculdade de ordenar a retirada de uma oferta preliminarmente anunciada. Além disso, através da invocação do argumento *ad absurdum*, seria inadmissível que uma oferta pública de aquisição relativa a um objecto ilícito não possa ser objecto de ordem de retirada antes do respectivo pedido de registo. As maiores exigências informativas que rodeiam a retirada conduzem, até, que esta via seja preferível em relação à simples recusa de registo da oferta.

Daqui extrai-se a importante constatação quanto à natureza do anúncio preliminar: embora não consubstanciando uma proposta, este não se situa num espaço livre do direito, enquadrando-se já no âmbito processual da oferta pública de aquisição.

8. O RELATÓRIO DA SOCIEDADE VISADA

I — O art. 181.º do Código dos Valores Mobiliários consagra, a cargo do órgão de administração da sociedade visada, o dever de elaboração de um relatório sobre a oportunidade e as condições da oferta.

Em causa está um dever de conteúdo triplo, porquanto os administradores da sociedade visada, além de preparar o relatório, devem proceder ao seu envio à CMVM e ao oferente e, bem assim, divulgá-lo publicamente. Tal processo deve ser cumprido no prazo de oito dias a contar da recepção dos projectos de prospecto e de anúncio de lançamento e no prazo de cinco dias após a divulgação de adenda aos documentos da oferta (art. 181.º, n.º 1).

II — Em diversos pontos, o preceito em apreço representa uma evolução em relação ao sistema vigente no Código de 1991. Este previa a existência de duas oportunidades para uma apreciação da oferta por parte do órgão de administração da sociedade visada — reflectindo-se de um lado numa reacção ao anúncio preliminar (comentários emitidos no prazo de oito dias após recepção do anúncio preliminar: art. 536.º CdMVM) e, de outro lado, em outra apreciação, mais profunda, perante o projecto do anúncio de lançamento (arts. 540.º e 553.º CdMVM).

O direito actual reduziu esta apreciação a uma única peça documental. Na base desta mudança está o carácter sintético e alterável do anúncio preliminar, o que conduzia que no sistema anterior o comentário preliminar servia sobretudo, no caso de ofertas hostis, de instrumento de agressão verbal sem resultar garantidamente em benefício informativo efectivo para os investidores e o mercado em geral. Apenas perante o projecto de anúncio de lançamento é que o órgão de administração da visada disporá de informação completa sobre a projectada oferta para

que o comentário, sendo esclarecido, seja também esclarecedor para o mercado. Assim, o prazo de oito dias para apresentação do relatório da administração da visada conta-se a partir da recepção do projecto de prospecto e o projecto de anúncio de lançamento (art. 181.º, n.º 1, CVM).

Ainda assim, deve esclarecer-se que muitas vezes o projecto de prospecto e o projecto de anúncio de lançamento sofrem modificações, sobretudo quando o registo da OPA deve aguardar por autorizações administrativas. Nestes casos, em que podem distar várias semanas, entre a apresentação do projecto de prospecto e do projecto de anúncio de lançamento e o registo final, pode haver lugar a uma actualização do relatório da administração da visada.

Além disso, o art. 181.º CVM consagra um dever de apresentação e divulgação do relatório, cujo incumprimento é susceptível de ser considerado contra-ordenação grave (art. 393.º, n.º 4, al. d)) — e não um ónus, como sucedia no Código pregresso. Isto permite ver que esta peça documental não representa um direito de defesa verbal da administração, mas uma imposição informativa para acautelar os *interesses da sociedade no seu conjunto* ⁽²⁶⁾: visa, assim, um melhor esclarecimento da decisão dos destinatários da oferta, relacionada com a aceitação ou não aceitação da oferta, e a informação sobre o impacto geral provocado pela oferta de aquisição. São, assim, os investidores e, indirectamente, os outros *stakeholders*, tais como os trabalhadores — e não propriamente os administradores —, os sujeitos tutelados pelo âmbito de protecção daquela norma ⁽²⁷⁾.

III — O relatório da administração da visada é divulgado publicamente em simultâneo ao envio à CMVM.

Esta simultaneidade explica-se pelo potencial impacto nas cotações que tal documento pode determinar, e pela preocupação em eliminar

⁽²⁶⁾ A expressão assinalada em itálico é retirada do n.º 5 do art. 9.º da Directiva n.º 2004/25/CE, de 21 de Abril de 2004.

⁽²⁷⁾ No mesmo sentido, em face do § 27 WpÜG alemão: JÖRN KUBALEK, *Die Stellungnahme der Zielgesellschaft zu öffentlichen Angeboten nach dem WpÜG*, Berlin (2006), 75-104.

negociação de acções da visada com base em informação assimétrica. Esta solução, todavia, tem o defeito de não agregar formalmente o relatório da visada ao prospecto da oferta, sendo certo que são ambos os documentos que influenciam a tomada de decisão por parte dos destinatários da oferta.

O conteúdo mínimo do relatório é prescrito por lei (art. 181.º, n.º 2), que obriga que este incida pelo menos sobre: o tipo e o montante da contrapartida oferecida; os planos estratégicos do oferente para a sociedade visada; as repercussões da oferta nos interesses da sociedade visada, em geral, e, em particular, nos interesses dos seus trabalhadores e nas suas condições de trabalho e nos locais em que a sociedade exerça a sua actividade; e a intenção dos membros do órgão de administração que simultaneamente sejam accionistas da sociedade visada, quanto à aceitação da oferta.

É mister anotar que o documento agrega, de um lado, declarações colectivas, exprimindo a apreciação do órgão de administração quanto à OPA, o que representa a parte central do relatório, e, de outro lado, declarações individuais dos membros, seja quanto à intenção de aceitarem a oferta, no caso de serem accionistas (art. 181.º, n.º 2, al. d))⁽²⁸⁾, seja quanto aos votos negativos expressos na deliberação (art. 181.º, n.º 3).

A informação a incluir no relatório obedece às exigências gerais de completude, veracidade, actualidade, clareza, objectividade e licitude (art. 7.º). A vocação aplicativa destas exigências é da maior importância, para evitar que os administradores da sociedade visada anunciem promessas irrealizáveis, no intuito de desencorajarem as aceitações da OPA. Em alguns casos, para que o cumprimento dos deveres de informação seja devidamente acautelado, a administração da visada pode ser forçada a recorrer a consultores independentes (o que o *City Code* britânico designa de *fair and competent advice*)⁽²⁹⁾. Neste âmbito, é interessante referir que no direito alemão se exige que o relatório seja igualmente produzido

⁽²⁸⁾ Neste ponto, a lei deve ser interpretada extensivamente de modo a cobrir as situações em que os administradores sejam titulares de valores não accionistas também cobertos pelo objecto da oferta.

⁽²⁹⁾ Dispõe o art. 3.1 do *City Code*: *The board of the offeree company must obtain competent independent advice on any offer and the substance of such advice must be made known to its shareholders.*

pelo órgão de fiscalização⁽³⁰⁾, o que pode ser indutor de maior objectividade na informação prestada. No entanto, também entre nós, o incumprimento das regras informativas pode ser gerador de responsabilidade civil e contraordenacional, nos termos gerais⁽³¹⁾.

IV — O relatório da administração da sociedade visada determina a constituição de um ónus na esfera jurídica dos trabalhadores. Nos termos da Directiva comunitária sobre a matéria⁽³²⁾, os trabalhadores ou os seus representantes podem submeter um parecer sobre as repercussões da oferta ao nível do emprego que, a ser elaborado em tempo, deve ser incluído em apenso ao documento da administração (art. 181.º, n.º 4).

Neste âmbito, não se pretende que a apresentação do relatório dos trabalhadores venha a ditar um atraso para a oferta. Por isso, o direito à apresentação de comentários pelos trabalhadores deve ser exercido até ao início da oferta.

V — A partir de 2006, o relatório passou a dever incidir igualmente sobre a adenda aos documentos da oferta (art. 181.º, n.º 1), dado que estes poderiam alterar significativamente os termos propostos pelo oferente.

A lei não coloca a aprovação, pela CMVM, das alterações à oferta na dependência da divulgação de novo relatório da visada. Porém, para melhor esclarecimento dos destinatários da oferta, tal revela-se recomendável.

9. TRANSACÇÕES NA PENDÊNCIA DA OFERTA

I — Durante a OPA, podem deparar-se ao oferente oportunidades para adquirir, em antecipação do desfecho do processo da oferta, valo-

⁽³⁰⁾ Para uma defesa da solução agora consagrada no § 27 (1) WpÜG: KLAUS HOPT, *Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken*, ZGR (2002), 333-376. Em geral, sobre este dispositivo, na versão anterior à transposição da Directiva, HERIBERT HIRTE, *Kölner Kommentar zum WpÜG* (2003), 725-751.

⁽³¹⁾ JÖRN KUBALEK, *Die Stellungnahme der Zielgesellschaft zu öffentlichen Angeboten nach dem WpÜG*, cit., 161-205.

⁽³²⁾ Art. 9.º, n.º 5 da Directiva n.º 2004/25/CE, de 21 de Abril de 2004.

res mobiliários por esta visados. Nestas situações, deve ponderar-se o regime contido no art. 180.º, n.º 3, do Cód.VM, dedicado às aquisições realizadas na pendência da oferta. Em decorrência deste dispositivo, as aquisições realizadas na pendência de OPA voluntária, se efectuadas acima do valor da contrapartida, podem determinar a revisão desta se por efeito daquelas a contrapartida apresentada em OPA deixar de se considerar equitativa (art. 180.º, n.º 3, al. a)). No caso de oferta obrigatória, a revisão do preço ocorre necessariamente (art. 180.º, n.º 3, al. b)).

O preço das aquisições realizadas pelo oferente é relevante para aferir a necessidade de revisão da contrapartida, ao abrigo do art. 180, n.º 3, CVM. Neste contexto, tem sido leitura interpretativa constante deste preceito, que aqui se reafirma, à semelhança do que sucede com o art. 188.º, n.º 1, al. a), que o maior preço pago, neste contexto, significa o maior preço *acordado* pelo oferente, ainda que o respectivo pagamento seja realizado posteriormente. Tenha-se, presente, a esse propósito, que o direito português, mercê da técnica da imputação de direitos de voto reflectida no art. 20.º CVM, faz relevar contratos de opção e outros acordos de eficácia translativa diferida na constituição do dever de lançamento de OPA⁽³³⁾: em consequência, o preço acordado de tais contratos serve de critério mínimo da contrapartida na OPA obrigatória, antes mesmo de ser pago. Aliás, se assim não fosse, e se acaso fosse perfilhado entendimento hermenêutico diverso, estaríamos a abrir a porta a que o fraccionamento do momento de pagamento do preço pudesse resultar em circunção das regras de OPAs obrigatórias. Figure-se, por exemplo, que o pagamento do sobrepreço viesse a ocorrer já fora do período da OPA: se nos ativéssemos a uma leitura formal do art. 180.º, n.º 3, tal não poderia ser considerado como critério mínimo de pagamento da contrapartida em OPA. É hipótese que, por absurda, não deve ser aceite.

A equiparação entre o preço pago e o preço acordado, como critérios de fixação do preço mínimo não é, de resto, privativa do direito nacional, sendo comum nos ordenamentos jurídicos próximos. Idêntica conclusão se extrai do regime italiano sobre OPA, que considera como

⁽³³⁾ Art. 20.º, n.º 1, em particular al. e).

índice o preço mais alto negociado⁽³⁴⁾ pelo oferente, solução que aí se explica em virtude da ocorrência de frequentes ajustamentos de preço que são introduzidos no momento da execução final (*closing*) de operações de transmissão de domínio⁽³⁵⁾ — pretendendo a lei que a oferta seja lançada antes mesmo desses acertos de preço, de modo a que o oferente não possa apropriar-se dos benefícios do domínio antes da apresentação da OPA⁽³⁶⁾. O mesmo sucede na lei alemã, que na determinação do preço mínimo equipara às aquisições os acordos por via dos quais a transmissão pode ser exigida, valendo portanto, também nesse contexto, não apenas o preço pago pelo oferente no período anterior à OPA mas também o preço por ele acordado no contexto de negócios transmissivos⁽³⁷⁾ — no âmbito dos quais a doutrina conclui incluir também opções de compra de acções⁽³⁸⁾.

II — O regime português sobre aquisições na pendência de OPA assume natureza dual. Em sede de ofertas voluntárias, as aquisições feitas pelo oferente na pendência de OPA não determinam uma revisão automática da contrapartida em caso de aquisições a preço superior: tal revisão apenas será efectuada se a CMVM o determinar, podendo a Comissão fazê-lo *se, por efeito das aquisições realizadas, a contrapartida inicial não se mostrar equitativa* (art. 180.º, n.º 3, al. a), CVM).

Contrariamente, nas ofertas de aquisição obrigatórias, o preço de aquisição passa a ser preço mínimo da oferta (art. 180.º, n.º 3, al. b), CVM). É patente, por isso, o contraste entre a disciplina das ofertas

⁽³⁴⁾ No original, “*pattuito*” [art. 106 (2) t.u.f.].

⁽³⁵⁾ LUCA ENRIQUES, *Mercato del Controllo Societario e Tutela degli Investitori. La disciplina della OPA Obligatoria*, Bologna (2002), 136-140.

⁽³⁶⁾ GIANLUCA ROMAGNOLI, *Diritti dell'Investitore e dell'azionista nell'OPA Obligatoria*, Milano (2005), 192.

⁽³⁷⁾ § 31 (6) WpÜG; § 4 AngebVO. A propósito destes normativos, com referência explícita à inclusão de prestações adicionais como fazendo parte do preço mínimo da OPA se estão computadas no preço da transmissão, cfr. HENRIK DRINKUTH, in MARSCH/BARNER/SCHÄFER, *Handbuch Börsennotierte AG*, Köln (2005), 2056, Anm. 147; MATTHIAS-GABRIEL KREMER/HENNING OESTERHAUS, in *Kölner Kommentar zum WpÜG*, cit., 896.

⁽³⁸⁾ HARTMUT KRAUSE, in ASSMANN/PÖTZSCH/SCHNEIDER, *WpÜG Kommentar* (2005), 959.

voluntárias e o regime das aquisições anteriores ao anúncio preliminar que servem automaticamente de referência mínima ao preço oferecido em OPA (art. 188.º, n.º 1, al. a), Cód.VM). No primeiro caso, a relevância de aquisições a preço superior é eventual e depende do juízo discricionário da CMVM, fundado em critérios de equidade; no segundo caso, tal como nas OPAs lançadas em cumprimento do art. 187.º, o relevo das aquisições a preços superiores surge *ex lege*, em termos automáticos. O princípio de igualdade de tratamento entre os accionistas da sociedade visada recebe assim diferentes concretizações, consoante esteja em causa a oferta voluntária ou obrigatória.

III — A aquisição dos valores accionistas na pendência de oferta deve ainda satisfazer exigências de informação, devendo ser comunicadas diariamente à CMVM (art. 180.º, n.º 1, al. b)) e, sempre que a Comissão o determine, ao mercado.

10. A POSIÇÃO JURÍDICA DA SOCIEDADE EMITENTE DOS VALORES MOBILIÁRIOS VISADOS PELA OFERTA

I — Os membros dos órgãos de administração da sociedade visada encontram-se, em caso de ocorrência de OPA, numa situação de potencial grave conflito de interesses, podendo colidir, de um lado, os seus interesses pessoais — que tenderão a favorecer a sua permanência na titularidade do órgão social — e, do outro lado, o interesse da sociedade na *maximização do valor venal das acções representativas do seu capital social em ordem a beneficiar os accionistas* ⁽³⁹⁾.

De entre as soluções legislativas encontradas em outros ordenamentos, este quadro é encarado por uma de duas maneiras essenciais: ou

⁽³⁹⁾ THOMAS LEE HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 2.ª ed., West Publishing (1990), 573; ROBERTO WEIGMANN, *Le difese contrattuali contro le O.P.A. aggressive*, in *Il Contratto-Silloge in onore di Giorgio Oppo*, vol. II, Cedam, Padova (1992), 611-ss. Entre nós: LUIS MENEZES LEITÃO, *As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil*, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VII (2007), 57-76; JORGE DE BRITO PEREIRA, *A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, in *Estudos de Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II (2000), 175-202; ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta (Defensiva) da Administração "Opada"* (2008).

por uma limitação *a anteriori* dos poderes da administração da sociedade visada; ou por uma liberdade de actuação, complementada por uma rigorosa sindicabilidade judicial (*a posteriori*) da razoabilidade dos actos defensivos adoptados ⁽⁴⁰⁾.

II — O legislador nacional opta claramente pela primeira das abordagens referidas. Com efeito, a situação de conflito de interesses que durante a pendência de uma oferta pública de aquisição hostil se manifesta em relação aos administradores da sociedade visada conduziu a uma limitação legal dos poderes de administração durante o período da oferta (art. 182.º Cód.VM) (*passivity rule*).

A inibição legal atinge a prática de actos pela administração que reúnam três características, cumulativamente:

1. *A susceptibilidade de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada*. E, exemplificativamente, a al. b) do n.º 2 do art. 182.º lista tipos de actos que o legislador considera como conduzindo a uma alteração patrimonial relevante;
2. *O exorbitarem da gestão normal da sociedade*; e
3. *A susceptibilidade de afectar relevantemente os objectivos anunciados pelo oferente*.

III — A lei introduz três desvios à inibição: a circunstância de se tratarem de actos de administração em cumprimento de obrigação assumida antes do conhecimento da oferta (art. 182.º, n.º 3, al. a)); a existência de autorização da assembleia geral da visada exclusivamente convocada para o efeito durante o período da oferta (art. 182.º, n.º 3, al. b)); e os actos destinados à procura de oferentes concorrentes (art. 182.º, n.º 3, al. c)).

A limitação de poderes de administração prolonga-se por todo o período da oferta iniciando-se com o conhecimento da decisão de lançamento por parte da visada (art. 182.º, n.º 1), marco temporal que se compreende em atenção ao dever de informação do anúncio preliminar à visada previsto nos termos do art. 175.º, n.º 1.

⁽⁴⁰⁾ ROBERTO WEIGMANN, *Le difese contrattuali*, cit., 612-ss.

IV — O art. 182.º cobre exclusivamente actos de administração, pelo que não é condicionador de deliberações aprovadas pela assembleia geral na pendência da oferta, assim se compreendendo que o próprio colégio dos sócios possa autorizar o órgão de administração para a prática de actos sujeitos a inibição (art. 182.º, n.º 3, al. b))⁽⁴¹⁾.

Lembre-se que sempre as deliberações sociais estarão sujeitas à sanção da anulabilidade, se forem abusivas (art. 58.º, n.º 1, al. b), CSC).

Além disso, em aditamento às soluções gerais, o legislador dispôs agora que as deliberações relativas à distribuição antecipada de dividendos e outros rendimentos apenas podem ser tomadas pela maioria exigida para a modificação dos estatutos (art. 182.º, n.º 4).

V — Mais delicada é a extensão da limitação dos poderes de administração às sociedades dominadas pela sociedade visada. Na falta de referência directa pelo legislador, cabe distinguir aí duas gamas diversas de situações: em caso de sociedade ligada à visada por contrato de subordinação ou por esta detida a 100%, a instrução emitida nos termos do art. 503.º CSC pode ser ilícita, se não se reconduzir à gestão normal da sociedade; e se puder afectar relevantemente o êxito da oferta; nos demais casos, a actuação da sociedade dominada pela sociedade visada parece escapar ao âmbito de aplicação do art. 182.º

VI — A verdade é que esta inibição dos poderes de administração vem condicionar fortemente a actividade da sociedade visada e deste ponto de vista coloca a sociedade visada numa situação de perturbação da sua actividade normal. Há, nestas condições, o risco de alguém se aproveitar da *passivity rule* e lançar uma oferta pública de aquisição principalmente com o propósito de paralisar a administração da visada para ela não desempenhar actos que exorbitem da sua gestão normal.

Para fazer face a estes problemas, e como novidade legislativa, o n.º 5 do art. 182.º considera o oferente como responsável por danos causados se a OPA é lançada com o propósito principal de colocar a visada nesta situação de inibição dos poderes.

⁽⁴¹⁾ Cfr., em sentido contrário, perante o direito anterior, mas isolado doutrinariamente, MENEZES CORDEIRO, *Oferta Pública de Aquisição*, cit., 277.

Neste quadro, e para maximizar a repressão do abuso de direito de lançamento de ofertas⁽⁴²⁾, o legislador basta-se com o propósito *principal* de colocar a previsão do art. 182.º em aplicação, não sendo requerido que o oferente actue *exclusivamente* com aquele propósito no lançamento da oferta pública de aquisição⁽⁴³⁾.

11. A SUSPENSÃO VOLUNTÁRIA DE RESTRIÇÕES À TRANSMISSIBILIDADE E AO EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO

I — Uma das novidades trazidas pela transposição da Directiva das OPA, operada através das modificações introduzidas pelo DL n.º 52/2006, de 15 de Março, no Código dos Valores Mobiliários, reside na inclusão de um novo preceito — o art. 182.º-A — a regular a suspensão voluntária da eficácia de restrições transmissivas e de direito de voto.

A figura situa-se no coração do debate sobre o grau óptimo de contendibilidade do domínio de sociedades com dispersão em mercado e sobre o papel das intervenções legislativas a esse respeito.

Como se verá adiante, não estão aqui em evidência todas as medidas defensivas preventivas — isto é, adoptadas antes do lançamento de uma OPA. Isto significa que este mecanismo é à partida limitado: apenas incide sobre as restrições à transmissibilidade e ao exercício do direito de voto, de fonte estatutária ou parassocial.

Quedam-se de fora, nomeadamente, as estruturas piramidais do domínio, as acções e certificados de depósito (*depository receipts*) sem direito de voto, bem como a estipulação de cláusulas compensatórias exorbitantes a membros da administração ou fornecedores⁽⁴⁴⁾. A exis-

⁽⁴²⁾ MENEZES LEITÃO, *A responsabilidade civil no âmbito da OPA*, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV (2003), 124.

⁽⁴³⁾ As dificuldades de prova serão, ainda assim, volumosas, como lembra JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, cit., 192, em nota.

⁽⁴⁴⁾ *Emmenthaler breakthrough*: na irónica terminologia proposta por JAAP WINTER, *The good, the bad and the ugly of the European Takeover Directive*, in JEREMY GRANT (ed.), *European Takeovers — The Art of Acquisition* (2005), xxvii.

tência de bancos cooperativos admitidos à negociação em bolsa, tal como sucede em Itália, também não é tocada pelo âmbito da Directiva — prevendo estes a atribuição de um voto por participantes, o que igualmente impede o funcionamento do mercado de controlo societário. Os direitos especiais do Estado, embora possam ter alcance defensivo ⁽⁴⁵⁾, são identicamente deixados de fora do âmbito da Directiva.

II — O art. 182.º-A não tem antecedentes no direito português. A sua origem detecta-se no trajecto que levou à consagração dos artigos 11.º e 12.º da Directiva n.º 2004/25/CE, de 21 de Abril de 2004 ⁽⁴⁶⁾, sobre OPAs.

A preparação desta Directiva, como é sabido, ocupou mais de quinze anos. Os principais contributos da Directiva — a OPA obrigatória em caso de transição de domínio e a limitação das medidas defensivas — suscitaram difíceis e prolongadas discussões. Em boa medida, aliás, foi o tema das defesas que deu origem ao início formal dos trabalhos relacionados com o texto comunitário.

Sucede que, neste tema, durante largos anos de gestação do texto comunitário, a Proposta de Directiva relativa às OPAs obedecia à abordagem britânica, apenas proibindo as medidas reactivas não autorizadas pela assembleia geral — isto é, as decisões tomadas pelo órgão de administração ante uma oferta conhecida ⁽⁴⁷⁾.

Surpreendentemente, quando se adivinhava que o processo estaria perto do fim, deu-se um significativo revés político. A proposta que tinha juntado 14 dos 15 Estados-Membros numa Posição Comum do Conselho em Junho de 2000 mereceu, em 4 de Julho de 2001, uma rejeição no Parlamento Europeu. Perante o sucedido, impôs-se a sua reapreciação de raiz.

Como meio de resolver o impasse em que mergulhou o processo legislativo posteriormente ao chumbo pelo Parlamento Europeu, a Comissão Europeia encomendou em Setembro de 2001 um estudo a um

⁽⁴⁵⁾ PAULO CÂMARA, *The End of the "Golden" Age of Privatisations? — The Recent ECJ Decisions on Golden Shares*, EBOLR 3.2 (2002) 511. cfr. *infra*, 9.

⁽⁴⁶⁾ JO L 142, 30.4.2004, 12-23.

⁽⁴⁷⁾ HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues related to Takeover Bids*, cit., 34, 74-75; PAULO CÂMARA, *The End of the "Golden" Age of Privatisations? — The Recent ECJ Decisions on Golden Shares*, cit., 511-512.

Grupo de Peritos em Direito das Sociedades, presidido pelo Professor JAAP WINTER. O Grupo deveria pronunciar-se sobre três principais temas: os meios de assegurar um mercado justo e equitativo (*level playing field*) em termos de tratamento igual dos accionistas; a determinação do conceito de preço equitativo em OPA; e o direito de aquisição potestativa ⁽⁴⁸⁾. No seu Relatório sobre questões em matéria de ofertas públicas de aquisição, divulgado em Janeiro de 2002, o Grupo defendeu que a criação de um mercado competitivo e justo para o controlo de sociedades (*level playing field*) pressuporia a eliminação de barreiras ao sucesso de ofertas. O documento sustenta ainda que a criação do *level playing field* deve basear-se em dois princípios basilares: o da soberania do poder decisório dos accionistas e o da proporcionalidade entre o capital que suporta o risco e o controlo ⁽⁴⁹⁾. No primeiro plano, o documento afirma que a administração da sociedade visada não deve ter qualquer papel em prejudicar ou assegurar o êxito de uma OPA. A ideia de neutralidade, embora não directamente afirmada (apenas o é mais à frente, p. 27), subjaz claramente ao espírito do Grupo de Peritos — embora o texto ressalve a função de aconselhamento dos administradores e de busca de ofertas alternativas. Na vertente da proporcionalidade entre o capital que suporta o risco e o controlo, o texto apresenta-se mais inovador. São enunciados, neste contexto, três princípios basilares: em primeiro lugar, sentenciam-se que apenas o capital que suporta o risco económico da empresa (*risk-bearing capital*) deve normalmente conferir o controlo; de outro lado, aduz-se que esse capital deve implicar direitos de controlo proporcionais ao risco criado; por fim, determina-se que as estruturas eventualmente existente que confirmam direitos de controlo desproporcionais ao risco inerente não devem ser idóneas a frustrar o êxito de OPAs.

No tema das defesas, o Relatório Winter propôs uma abordagem mais ambiciosa que a até aí seguida nas Propostas antecedentes, que

⁽⁴⁸⁾ O mandato do Grupo é publicado como Anexo 1 ao Relatório: HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues Related to Takeover Bids*, Bruxelles (10 Janeiro 2002).

⁽⁴⁹⁾ HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues Related to Takeover Bids*, cit., 20-23.

estendesse o âmbito de aplicação da regulação comunitária às defesas preventivas. É neste contexto que é proposta a introdução, no quadro comunitário sobre OPAs, de uma regra de suspensão obrigatória de defesas (*breakthrough rule*) na assembleia geral subsequente à aquisição de domínio qualificado. Trata-se, assim, das poucas figuras do jovem direito das OPAs que não tem raízes anglo-americanas.

A ideia esteve na base de duas propostas apresentadas nos anos noventa em França e na Holanda, que apenas foi posta em prática em Itália. Da lei italiana sobre privatizações de 1994 constava uma regra segundo a qual as restrições do direito de voto em sociedades privatizadas cessariam automaticamente caso, na sequência de OPA, alguém atingisse a maioria do capital⁽⁵⁰⁾. O Relatório Winter pretendeu generalizar esta solução como mecanismo das medidas preventivas, não apenas ligadas ao exercício de voto, mas também à transmissibilidade de acções.

A solução, porém, não logrou convencer a maioria dos Estados-membros — tendo havido uma reacção muito negativa designadamente por parte dos países Escandinavos, alegando ser importante preservar a sua prática das acções com voto múltiplo. O novo impasse, daqui resultante, apenas foi perturbado pela proposta submetida pela delegação portuguesa — que procurou tornar a adopção da *breakthrough rule* como opcional, aditando-lhe uma regra de reciprocidade.

Foi o acolhimento da solução portuguesa, em última análise, que permitiu a aprovação da Directiva das OPA⁽⁵¹⁾. A proposta nacional

⁽⁵⁰⁾ Mais tarde, o regime italiano passou a determinar a suspensão automática das restrições de voto mal uma oferta fosse lançada para mais de 60%, independentemente do seu sucesso: HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues related to Takeover Bids* (10-Jan.-2002), 30.

⁽⁵¹⁾ A proposta foi preparada, em representação do Estado Português, pelo Dr José Brito Antunes, pela Dr.ª Cristina Dias e pelo autor deste texto. Deve notar-se que alguns pontos sugeridos por Portugal acabaram por não ser acolhidos ao longo da sua apreciação pela Comissão Europeia e os demais Estados-membros. Previa-se nomeadamente que a decisão de não proceder ao levantamento de defesas fosse periodicamente reavaliado pela assembleia geral. Além disso, no silêncio da escolha das sociedades, valeria o regime de *opting-in*. Uma descrição e apreciação desta proposta pode encontrar-se em GÉRARD HERTIG/JOSEPH McCAHERY, *Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?*, EBOR n.º 4 (2003), 204-205.

encerra, é certo, um compromisso: espelha um equilíbrio entre os defensores do mercado de controlo societário sem barreiras e os que sustentam que pode haver espaço lícito para algumas actuações defensivas⁽⁵²⁾. Mas a ideia proposta não foi fruto da mera táctica negocial do momento; antes foi desenhada para permitir que a pressão dos mercados fosse determinante na escolha e que a concorrência regulatória entre jurisdições europeias pudesse encontrar a solução final mais adequada.

III — Como resulta da exposição antecedente, o regime de suspensão de medidas defensivas assenta numa matriz opcional: a suspensão de defesas é voluntária, e não hetero-imposta às sociedades. É a esta luz que o n.º 1 do art. 182.º-A consagra a permissão que as sociedades sujeitas a lei pessoal portuguesa prevejam estatutariamente que:

- As restrições, previstas nos estatutos ou em acordos parassociais, referentes à transmissão de acções ou de outros valores mobiliários que dêem direito à sua aquisição fiquem suspensas, não produzindo efeitos em relação à transmissão decorrente da aceitação da oferta;
- As restrições, previstas nos estatutos ou em acordos parassociais, referentes ao exercício do direito de voto fiquem suspensas, não produzindo efeitos na assembleia geral convocada para a adopção de medidas defensivas;
- Quando, na sequência de oferta pública de aquisição, seja atingido pelo menos 75% do capital social com direito de voto, ao oferente não sejam aplicáveis as restrições relativas à transmissão e ao direito de voto referidas nas anteriores alíneas, nem possam ser exercidos direitos especiais de designação ou de destituição de membros do órgão de administração da sociedade visada.

⁽⁵²⁾ Entre muitos: ERIK BERGLÖF/MIKE BURKART, *European Takeover Regulation*, Economic Policy (April 2003); JOHN C. COATES IV, *Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?*, ECGI Law Working Paper n. 11/2003 (2003); PETER O. MÜLBERT, *Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?*, ECGI WP n.º 13 (2003).

IV — Segundo o n.º 2 do preceito *sub judice*: *Os estatutos das sociedades abertas sujeitas a lei pessoal portuguesa que não exerçam integralmente a opção mencionada no número anterior não podem fazer depender a alteração ou a eliminação das restrições referentes à transmissão ou ao exercício do direito de voto de quórum deliberativo mais agravado do que o respeitante a 75% dos votos emitidos.*

Este dispositivo pretende evitar a eternização de cláusulas estatutárias com efeito defensivo.

A inicial proposta submetida a consulta pública era de ter como referência 2/3 dos votos emitidos. Todavia, a fasquia utilizada como referência no texto legislativo final foi fixada num valor percentual excessivamente elevado. Com efeito, actualmente, não se conhece sociedade aberta em Portugal que tenha exigências de quórum superiores a 75%. Assim sendo, o universo de sociedades afectado é vazio; e duvida-se que em algum momento venha a ser preenchido.

V — Uma das discussões mais difíceis no contexto da Directiva prendeu-se com a reparação pelos danos provocados pela suspensão. Alegava-se, então, que a reparação de danos constituía uma defesa escondida, que poderia onerar substancialmente o processo de tomada. Para muitos, a contrapartida pela expropriação de vantagens societárias revelava-se como o calcanhar de Aquiles da regra de suspensão obrigatória de defesas.

No Relatório Winter, sustentou-se que em regra não deveria haver lugar a qualquer indemnização aos titulares de direitos especiais — embora não afastasse a possibilidade de ressarcimento de danos, a título excepcional⁽⁵³⁾.

Semelhante posição não colheu no texto final do diploma. A Directiva das OPAs previu que a suspensão de direitos devesse ser reparada, remetendo para o direito de cada Estado-Membro os termos dessa indemnização (art. 11.º, n.º 5).

O tema passou para o direito interno, por via da transposição do texto comunitário. O n.º 4 do preceito em análise considera o oferente

⁽⁵³⁾ HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues related to Takeover Bids*, cit., 35.

responsável pelos danos causados pela suspensão de eficácia de acordos parassociais integralmente divulgados até à data da publicação do anúncio preliminar. Ao mesmo tempo, é afastada a responsabilidade pelos danos causados aos accionistas que tenham votado favoravelmente as alterações estatutárias para efeitos do n.º 1 e as pessoas que com eles se encontrem em alguma das relações previstas no artigo 20.º

A exclusão de cobertura de acordos parassociais não divulgados serve de estímulo adicional à divulgação, obrigatória de acordos parassociais (art. 19.º CVM). A não cobertura da responsabilidade por alteração estatutária aos que votam a favor visa, por seu turno, impedir que estes possam *venire contra factum proprium*.

Acresce que o prospecto deve indicar a indemnização proposta pelo oferente para efeitos da reparação (art. 138.º, n.º 1, al. *m*)), fazendo incluir a apreciação desse quantum indemnizatório na ponderação, por parte dos destinatários, da bondade da oferta.

Este título de imputação consubstancia um exemplo de responsabilidade por facto lícito, em que o essencial se centra no cômputo do dano.

Frise-se, em todo o caso, que a circunstância de em Portugal se interditem as acções com voto múltiplo (art. 384.º, n.º 5, CSC) reduz em muito o correspondente campo aplicativo.

Além disso, é bom reter que o preceito apenas cobre a reparação pela supressão de vantagens e não pela supressão de limitações no exercício dos direitos de voto ou de transmissão das participações accionistas.

No caso das restrições transmissivas em que seja possível identificar um beneficiário, não podem pedir reparação os accionistas que viam a transmissibilidade das suas acções limitada; potencial credor indemnizatório será antes o beneficiário da restrição transmissiva. Em caso diverso (v. g. preferências recíprocas entre diversos accionistas), a resposta é mais complexa.

Havendo suspensão de limitações ao direito de voto, parecem também difícil divisar situações em que daí resultem danos para os accionistas — salvo os que não fossem atingidos pela limitação e vissem a sua influência diminuída com a suspensão. Mas tal apenas sucede com o Estado, que é deixado de fora do âmbito do preceito. Examina-se o tema de seguida.

VI — No direito nacional, o expediente de suspensão voluntária de defesas não se aplica no caso de um Estado membro ser titular de valores mobiliários da sociedade visada que lhe confira direitos especiais.

O fundamento desta prescrição situar-se-á na convicção de que os direitos especiais dos Estados não devem estar à mercê do jogo deliberativo em cada sociedade — devendo, como tal, estar imunes em relação a possíveis vicissitudes. É possível alegar que se trata de uma solução congruente com o artigo 30.º do Decreto-Lei n.º 76-A/2006. E, por fim, à luz do Considerando 20 do texto comunitário, é admissível estritamente à luz da Diretiva, que relega para fora do seu âmbito o tratamento dos direitos especiais dos Estados, confiando ao TCE a apreciação da sua admissibilidade.

Porém, a solução não se revela aceitável. Em primeiro lugar, a exclusão dos direitos estatais não surge como uma inevitabilidade no plano das escolhas de política legislativa. O relatório Winter preconizava que mesmo os direitos especiais estatais deveriam estar em regra submetidos à *breakthrough rule* — e ainda que o TCE os considerasse conformes ao Tratado da União. O texto salvaguardava apenas exceções ditadas por via legislativa para casos concretos que servissem interesses públicos⁽⁵⁴⁾.

Em segundo lugar, tal como surge na lei portuguesa, a solução é permeável a críticas porque não deixa de fora apenas os direitos especiais do Estado, mas todas as sociedades em que o Estado detenha participações com direitos especiais. Ainda que o Estado não seja o único sujeito a beneficiar de vantagens especiais, tais sociedades passam a constituir um grupo à parte, onde a auto-suspensão de defesas é impenetrável.

Aprofundar, por via legislativa, a clivagem do regime do Estado enquanto accionista pode revelar uma perigosa indistinção entre a posição do Estado enquanto legislador e enquanto proprietário.

Cabe recordar que os Princípios da OCDE que postulam: *there should be a clear separation between the state's ownership functions and other state functions that may influence conditions for state-owned enterprises, particularly with regard to market regulation* (I.A)⁽⁵⁵⁾.

⁽⁵⁴⁾ HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues related to Takeover Bids*, cit., 34.

⁽⁵⁵⁾ OECD, *Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises* (2005), A.1.

Interessa ainda ter em conta que os documentos preparatórios da reforma societária de 2006 reflectiram uma filosofia ambiciosa quanto à posição do Estado enquanto accionista, tendo deposto a favor de uma diminuição das especialidades de regime das sociedades anónimas de titularidade pública em relação à comum disciplina societária⁽⁵⁶⁾, designadamente por tais desvios de regime *implicarem perdas de eficiência para as empresas*⁽⁵⁷⁾.

E, mais recentemente, a Resolução do Conselho de Ministros n.º 49/2007, de 28 de Março, que fixa um conjunto de princípios elementares sobre o bom governo do sector empresarial do Estado, depõe no sentido de que o Estado deve assegurar que nas sociedades cotadas em que participe são cumpridas as melhores práticas de governo nacional e internacionalmente aceites.

A previsão do n.º 8 do art. 182-A surge, por isso, em manifesto contra-ciclo com as boas práticas em matéria de governo de sociedades. Além disso, a exigência de paridade deve ser superior em relação a sociedades em que o Estado detenha direitos especiais cujas acções sejam negociadas em mercado regulamentado. É que aí o Estado, como os demais accionistas, beneficia da exposição ao mercado líquido: deve aceitar submeter-se também às regras inerentes⁽⁵⁸⁾.

12. A REVISÃO DE OFERTA

I — O regime da revisão de OPA é diverso consoante a fase processual em que esta seja decidida. Desde o anúncio preliminar e até ao registo, não oferece dúvidas que a revisão é livre quanto ao seu objecto. Ponto é que não provoque um desfavorecimento das condições da oferta (art. 175.º, n.º 2).

⁽⁵⁶⁾ CMVM, *Governo das Sociedades Anónimas — Propostas de Alteração ao Código das Sociedades Comerciais* (2006), disponível em http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/9A6DF665-B529-426E-B266-75E08A225352/5654/proposta_alter_csc.pdf, 23-26.

⁽⁵⁷⁾ Id., *ibid.*, 24.

⁽⁵⁸⁾ HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues related to Takeover Bids*, cit., 34; PAULO CÂMARA, *The End of the "Golden" Age of Privatisations? — The Recent ECJ Decisions on Golden Shares*, cit., 513.

II — Após esse momento, é permitido que o oferente reveja a contrapartida oferecida quanto à sua natureza e montante (art. 184.º, n.º 1), desde que a contrapartida revista seja superior à antecedente em pelo menos 2% do seu valor (art. 184.º, n.º 2).

Pergunta-se, a partir daqui, se vigora uma proibição de uma revisão da contrapartida em outros aspectos que possam beneficiar os destinatários da oferta — nomeadamente quanto à renúncia a cláusula de sucesso ou à ampliação do objecto da oferta. Da lei não se extrai uma resposta totalmente clara. O princípio de estabilidade das ofertas (art. 124.º, n.º 1) poderia induzir numa resposta negativa. Porém, o 184.º, n.º 2, dispõe que a oferta revista *não pode conter condições que a tornam menos favorável*, o que, em comparação com a parte final do preceito — que, precisamente, diz respeito à necessária majoração da contrapartida —, parece inferir poderem existir modificações que não respeitem à contrapartida oferecida.

13. AS OFERTAS CONCORRENTES

I — É usual justificar a existência de uma disciplina reservada às ofertas públicas de aquisição concorrentes com dois objectivos principais. O primeiro é o de assegurar que a rivalidade de ofertas se manifeste respeito dos imperativos de transparência, acautelando-se nomeadamente a igualdade de tratamento dos compradores e visando assegurar a todos os potenciais interessados condições equivalentes para a aquisição de valores mobiliários emitidos pela sociedade visada, em condições justas e equitativas, implementando o denominado *level playing field rule* ⁽⁵⁹⁾.

Paralelamente, pretende-se também que cada nova oferta apresentada em concorrência traduza uma melhoria dos termos da oferta do ponto de vista dos interesses dos seus destinatários — o que confere à

⁽⁵⁹⁾ LUCIEN ARYE BEBCHUK, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, Harvard LR 95 (1982), 1028-1056; Id., *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, Stanford LR vol. 35 (1982), 23-50; PAOLO MONTALENTI, *Il problema del "rilancio" del prezzo nell'OPA concorrente*, BBTC, XLVIII, II (1995), 247-248; JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *Mercado de Control, Medidas Defensivas y Ofertas Competidoras. Estudios sobre OPAs*, Madrid (1999), 118-125.

apresentação de ofertas concorrentes uma proximidade com a estrutura de uma aquisição através de *leilão* público ⁽⁶⁰⁾.

A partir desta dupla justificação do regime de ofertas concorrentes, pode reconhecer-se que este é um dos mais importantes alicerces do mercado de controlo societário.

II — A matéria encontra-se disciplinada nos arts. 185.º a 185.º-B do Código dos Valores Mobiliários.

Embora pareça à partida trivial, é útil ter presente que a oferta concorrente é uma oferta pública de aquisição, regulando-se pelo regime geral consagrado nos arts. 173.º, no que não seja desviado por estes preceitos. Este *princípio de equiparação* é, aliás, tornado explícito no art. 185.º, n.º 2 ⁽⁶¹⁾.

Deve sublinhar-se que o regime geral das ofertas tido em conta para efeito deste princípio de equiparação excluirá, de princípio, os preceitos dedicados às ofertas obrigatórias. É certo que, como dispõe o n.º 1 do art. 185.º, a partir da publicação do anúncio preliminar de uma oferta pública de aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, qualquer outra oferta pública de aquisição de valores mobiliários da mesma categoria só pode ser realizada através de oferta concorrente — havendo, nesta perspectiva, *uma situação jurídica passiva a rodear o anúncio preliminar de oferta concorrente*. Mas a partir daqui cessa a proximidade com as ofertas disciplinadas pelos arts. 187.º e segs. do Código. As regras sobre contrapartida mínima, por exemplo, são muito contrastantes consoante surjam no art. 188.º ou no art. 185.º.

Esta conclusão não deve estranhar. Não se esqueça, aliás, que toda a oferta pública de aquisição — ainda que voluntária — se inicia em cumprimento de um dever: o de divulgação pública imediata da decisão de lançamento.

⁽⁶⁰⁾ Com qualificação idêntica, face ao Direito italiano: BARTOLOMEO QUATRARO/LUCA PICONE, *Le Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio* (2000), 31.

⁽⁶¹⁾ Este mesmo princípio significará, ainda, uma decorrência da Directiva comunitária, embora esta se limite a forçar a regulação das OPAs concorrentes por cada Estado-Membro (art. 13.º), sem fornecer indicações quanto ao conteúdo do regime: GUUS KEMPERINK/JULES STUYCK, *The Thirteenth Company Law Directive and Competing Bids*, *Common Market Law Review* 45 (2008), 93-130.

III — Para haver concorrência de ofertas, é necessário que as propostas incidam sobre valores mobiliários da mesma categoria, como esclarece o n.º 1 do art. 185.º. Nem poderia ser de modo diverso, pois apenas com esta delimitação do conceito ganha sentido aplicar a regra da revogabilidade das aceitações da oferta inicial ⁽⁶²⁾.

Daqui resulta como possível que coexistam no tempo diversas ofertas lançadas sobre valores mobiliários emitidos pela mesma sociedade que — se os valores visados não pertencerem à mesma categoria — não se qualificam como ofertas concorrentes.

Antes de haver registo da oferta inicial e da oferta concorrente aplica-se, em relação a ambos os oferentes, a regra da livre alterabilidade dos termos fixados no anúncio preliminar, desde que em termos mais favoráveis aos destinatários da oferta (art. 175.º, n.º 2, al. b)). Durante esta fase do processo não estamos, portanto, perante um cenário em que haja uma comparabilidade de propostas, por não existirem aí verdadeiramente propostas em sentido técnico, por falta de sedimentação do respectivo objecto. Nessa etapa processual, há, por isso, o que podemos designar de *concorrência imperfeita*.

IV — Dispõe o n.º 1 do art. 185.º CVM que *a partir da publicação do anúncio preliminar de oferta pública de aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, qualquer outra oferta pública de aquisição de valores mobiliários da mesma categoria só pode ser realizada através de oferta concorrente lançada nos termos do presente artigo*.

Tecnicamente, a lei institui através deste dispositivo um *ónus*: a intenção de consumir o lançamento de uma oferta pública, havendo uma OPA precedente sobre valores mobiliários da mesma categoria, deve forçosamente implicar o lançamento de OPA concorrente.

O enunciado legislativo reserva o qualificativo de *concorrente* à oferta pública de aquisição que concorra com outra oferta pública de aquisição já apresentada.

⁽⁶²⁾ ROBERTO WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 544.

Não o estende a outros processos em que a sociedade visada esteja envolvida, sejam estas ofertas particulares ⁽⁶³⁾, aquisições em mercado (art. 111.º, n.º 1, al. d), e 180.º CVM), processos de integração empresarial, processos de reestruturação ou de alienação de activos, mesmo que conducentes a uma alteração ou aquisição do domínio (de facto ou de direito) ⁽⁶⁴⁾. Do que se trata é, nos termos e para os fins adiante devidamente explicitados, assegurar um paralelismo jurídico entre ofertas públicas de aquisição sucessivamente anunciadas; e não, manifestamente, impor que qualquer operação com impacto nos valores mobiliários objecto de uma OPA previamente anunciada assumia imperativamente a forma de uma operação concorrente, consumindo qualquer outra modalidade prevista na lei, mesmo que, como se disse, possa envolver uma tomada de controlo.

O propósito da comparabilidade subjacente ao regime das ofertas alternativas deve, no entanto, ser interpretado adequadamente.

Em primeiro lugar, *o regime instituído pretende propiciar uma comparabilidade informativa das ofertas mas não uma identidade de natureza ou de conteúdo das mesmas*. Basta lembrar que se admite a concorrência de ofertas públicas de troca (que impliquem uma contrapartida em valores mobiliários: art. 178.º) com ofertas públicas que pressuponham contrapartida em dinheiro. Deste ângulo, a proximidade funcional entre as ofertas públicas de troca e fusões (ambas operações de troca, embora apenas esta com efeito integrador das estruturas empresariais) deveria bastar para admitir simultaneidade de fusões e OPA. Este dado releva igualmente em termos mais largos, porquanto com a modificação ao Código dos Valores Mobiliários promovida pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, foi ampliado o perímetro de situações em que se admite ofertas públicas de troca, estendendo-se agora mesmo às OPAs obrigatórias (sujeito embora a limites: art. 188.º, n.º 5) ⁽⁶⁵⁾.

⁽⁶³⁾ HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas Concorrentes* (2008), 59-65.

⁽⁶⁴⁾ A transferência do domínio da empresa pode envolver, com efeito, diversas técnicas, sem que pressuponha necessariamente o lançamento de OPA. Cfr. nomeadamente MARIA STELLA RICHTER Jr., “*Transferimento del Controllo e Rapporti tra Soci*” (1996).

⁽⁶⁵⁾ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 689-690.

Além deste caso, múltiplos outros exemplos podem documentar a ampla diversidade de possíveis operações em concorrência. Com efeito, a lei também admite concorrência entre: ofertas condicionadas e ofertas não condicionadas; ofertas públicas de aquisição obrigatórias e ofertas voluntárias; ofertas sujeitas a restrição de defesas reactivas e ofertas não vinculadas por esse regime (art. 182.º, n.º 6); ofertas universais e ofertas parciais — e, dentro destas, ofertas parciais visando percentagens diversas dos valores emitidos pela sociedade visada ⁽⁶⁶⁾; ofertas sujeitas a controlo da concorrência com outras não sujeitas às autoridades da concorrência.

V — Para que a concorrência de ofertas se insira num ambiente de disputa leal, o concorrente deve apresentar uma proposta que incida pelo menos sobre o mesmo objecto do oferente inicial. De modo contrário, ser-lhe-ia fácil apresentar um preço mais favorável, sujeitando em contrapartida os destinatários a regras mais apertadas de rateio. Assim, a oferta concorrente deve ter um objecto pelo menos idêntico ao objecto da oferta inicial, conforme dispõe o n.º 4 do art. 185.º

Por exemplo, se a oferta inicial é uma oferta total, a oferta concorrente deve ser uma oferta total. Identicamente, caso a oferta inicial seja dirigida a titulares de acções e de *warrants*, o mesmo objecto deve ser mantido na oferta concorrente.

VI — O n.º 3 do art. 185.º obriga a que o oferente concorrente introduza uma melhoria nas condições quando apresenta a sua oferta. O legislador quantifica, aliás, aquilo que no mínimo deve corresponder a melhoria das condições — deve traduzir em termos da contrapartida pelo menos um aumento de 2% do valor da contrapartida e não pode conter condições que a tornem menos favorável.

Uma vez que a lei não limita o número de oferentes concorrentes, é oportuno frisar que esta exigência vale para todas as ofertas concorrentes, e não apenas para a oferta que se siga à inicial. Por outro lado, uma vez que estamos perante normas imperativas mínimas, assiste, naturalmente, ao oferente concorrente a faculdade de proceder a uma revisão mais generosa.

⁽⁶⁶⁾ MANUEL REQUICHA FERREIRA, *A OPA Concorrente*, CadMVM n.º 30 (2008), 29-30.

Por outro lado, reitera-se que o oferente concorrente pode introduzir qualquer alteração na oferta a partir do anúncio preliminar e até ao registo, desde que em termos mais favoráveis. Não é necessário, nesse caso, respeitar a indicação mínima de 2%, nem sendo forçoso que a modificação dos termos da oferta incida sobre a contrapartida.

VII — Diversa é a questão de se saber se ao oferente concorrente se reconhece também a faculdade de introduzir uma melhoria das condições em relação a outros aspectos não relacionados com a contrapartida. O direito anterior, neste ponto, era bastante diferente, ao bastar-se com a indicação genérica que a oferta concorrente deveria melhorar as condições da oferta antecedente, apenas fazendo a exigência de melhoria de 5% caso a oferta fosse melhorada quanto à contrapartida, o que não era forçoso (art. 562.º, n.ºs 1 e 2, CdMVM). Tal solução, porém, criava dúvidas aplicativas na ponderação do que poderia constituir revisão mais favorável, sobretudo nos casos em que o oferente melhorava um ponto, mas noutros aspectos alterava os termos da oferta em sentido desfavorável aos destinatários da mesma.

Perante o direito actual, parece ser de concluir que o preço deve ser necessariamente melhorado em 2%. Respeitada esta indicação, podem ser alterados outros aspectos do conteúdo da oferta, desde que em sentido mais favorável para os destinatários. Fica, ainda, vedada a estipulação de cláusulas que, ainda que individualmente consideradas, sejam menos favoráveis para os destinatários (art. 185.º, n.º 5, *in fine*).

VIII — A disciplina das OPAs concorrentes centra a sua teleologia na protecção dos accionistas da sociedade visada, e não na protecção do oferente inicial ⁽⁶⁷⁾.

O favorecimento do primeiro oferente concorrente, aliás, é considerado na literatura como uma postura anti-concorrencial ⁽⁶⁸⁾.

⁽⁶⁷⁾ Sobre a (limitada) tutela do oferente através do equilíbrio processual, cfr. *infra*, 4.4.

⁽⁶⁸⁾ FRANCESCO CANNELLA, em PIERGAETANO MARCHETTI/LUIGI ARTURO BIANCHI, *La Disciplina delle Società Quotate*. *Commentario*, I (1999), 254-255; GIOVANNI FALCONE/GENARO ROTONDO/LUIGI SCIPIONE, *Le Offerte Pubbliche di Acquisto*, Milano (2001), 102-103; MANUEL REQUICHA FERREIRA, *A OPA Concorrente*, cit., 28-29.

Entre nós, o ponto é bastante nítido após ter sido expurgado o direito exclusivo de revisão final (*priority rights*) do lado do oferente inicial. Além disso, não se prevêem em Portugal as *break-up fees*, através das quais os oferentes iniciais se podem ressarcir das despesas pela preparação da oferta em caso de aparecimento superveniente de operação mais vantajosa ⁽⁶⁹⁾. À luz do direito vigente, a *par conditio concorrentium* é agora total.

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

Nesta perspectiva, há aqui um ponto de ligação muito claro em relação ao instituto da *revisão da oferta*, na medida em que o legislador também admite uma melhoria nos termos das ofertas públicas de venda (art. 172.º) e de aquisição, fora do jogo da concorrência de ofertas (art. 184.º), obrigando também, nestes casos, ao respeito por um favorecimento mínimo de 2% em relação à formulação inicial.

IX — Em balanço, percebe-se que perante o aparecimento de uma oferta concorrente, o oferente inicial pode esboçar quatro reacções possíveis — retirada da oferta, manutenção dos termos da oferta, alteração ou revisão da mesma —, que seguidamente se descrevem.

- a) *Retirada da oferta*. Ao oferente inicial assiste a possibilidade de proceder à retirada da oferta, se se tratar de oferta voluntária, porquanto o art. 185.º-B, n.º 4, qualifica esta hipótese como de alteração das circunstâncias, para efeitos do art. 128.º do Código dos Valores Mobiliários. *A contrario* se infere que, no caso de OPA obrigatória, a oferta deve

⁽⁶⁹⁾ Diversa é a solução do Direito espanhol, segundo o art. 42.º, n.º 6, do Real Decreto 1066/2007. Sobre este ponto, recomenda-se de novo ALEJANDRO FERNÁNDEZ DE ARAÓZ, anotação ao artigo 42, em JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA/JAVIER ZURRIRA Y SÁENZA DE NAVARRETE (org.), *La Regulación de las OPAs. Comentario Sistemático del RD 1066/2007, de 27 Julio*, cit., 880-897.

prosseguir até final, ainda que com reduzidas hipóteses de recolher aceitação.

A decisão de revogação deve, contudo, ser tomada num prazo relativamente curto: a lei exige que tal ocorra até 4 dias a contar do lançamento de oferta concorrente (art. 185.º-B, n.º 5).

- b) *Manutenção inalterada da oferta*. O oferente não está, contudo, obrigado a retirar ou a modificar a oferta, podendo mantê-la nos seus exactos termos (art. 185.º-B, n.º 2, *in fine*).
- c) *Alteração dos termos da oferta*. Não é forçoso que o oferente inicial modifique a contrapartida, podendo optar por alterar outros aspectos da oferta (renúncia a condição, por ex.), se o fizer antes do registo da OPA.
- d) *Revisão da contrapartida*. A verdade é que os oferentes concorrentes, ao abrigo deste art. 185.º-B n.º 1, têm a faculdade, perante cada oferta, de proceder à revisão da oferta inicial. Estando a oferta registada, há que respeitar a imposição da melhoria de 2% no seu valor, relativamente à oferta concorrente.

X — Compreende-se que as ordens de aceitação da oferta inicial, deparando-se com uma ulterior oferta concorrente com melhores condições, podem ser revogadas, para adesão à oferta concorrente (aspecto que vem acautelado no n.º 6 do art. 185.º-A). Aqui pretende-se servir esta igualdade de tratamento em termos dos oferentes com o favorecimento que se reconhece ao oferente inicial, àquele que tomou o impulso de lançar a primeira oferta e também, sempre na perspectiva de tal servir uma melhoria substancial dos destinatários das ofertas públicas de aquisição.

XI — Deve discutir-se igualmente o problema jurídico de saber se um oferente sujeito ao dever de lançamento de OPA pode ficar também sujeito às regras sobre OPAs concorrentes ⁽⁷⁰⁾. A conclusão a que se chega é negativa, fundada em três ordens de argumentos: estruturais, teleológicos e formais.

⁽⁷⁰⁾ Sobre o tema, mas extraindo conclusões diversas: MANUEL REQUICHA FERREIRA, *OPA Concorrente*, CadMVM n.º 30 (2008), 55-73.

No plano estrutural, há que observar que as regras sobre ofertas concorrentes procuram acautelar sobretudo a justeza do processo de cruzamento de ofertas sobre o mesmo objecto e o funcionamento equitativo do jogo de mercado nesse caso. Há, é certo, uma vantagem atribuída aos accionistas em virtude da regra de majoração necessária entre ofertas (art. 185.º, n.º 3) — mas ainda assim essa majoração é meramente procedimental, por se desligar de uma aferição substancial da justeza da contrapartida oferecida. O caso das ofertas obrigatórias é inteiramente diverso, porquanto aí há razões substanciais a amparar o instituto, que se ligam sobretudo à distribuição do prémio de controlo concretizada no preço mínimo a ser oferecido aos accionistas (art. 188.º).

Demais, revela-se uma diferença de teleologia entre os dois institutos, que se detecta nas regras sobre retirada de oferta. Com efeito, impede-se a retirada nas ofertas obrigatórias (mesmo que em concurso com uma oferta concorrente) ao passo que sempre se faculta o afastamento voluntário de oferente concorrente em caso de surgimento de oferta em condições mais favoráveis. De novo, explica esta diversidade de saídas o facto de a lógica da concorrência de ofertas ser sobretudo processual, procurando a legitimação através do processo de um controlo eventual futuro, ao passo que a lógica da oferta obrigatória é substancial, visando legitimar um controlo pretérito e já consumado.

Ora, esta circunstância demonstra que o oferente obrigatório está numa situação de menor espaço de liberdade contratual. Repugna por isso que este fique sujeito a ofertas concorrentes que o forcem a subir a contrapartida, sabendo-se que o oferente obrigatório não poderá nunca arrear caminho no processo de OPA.

Esta diversidade entre as regras sobre ofertas concorrentes e ofertas obrigatórias encontra ainda comprovação formal no tratamento diferenciado concedido pela Proposta de Directiva em matéria de OPAs — que considera a oferta obrigatória como aspecto harmonizado e a oferta concorrente como campo normativo confiado aos Estados-membros.

As consequências aplicativas desta conclusão devem no entanto ser extraídas com cautela. A tese convive pacificamente com o caso em que o oferente obrigatório mantém a oferta, ainda que lhe preceda ou suceda uma oferta concorrente a preço superior. O oferente obrigatório

não estará aí obrigado a rever — embora esteja forçado a fazer seguir o processo da OPA até ao final.

Esta indicação é importante para resolver um tipo importante de situações. Trata-se dos casos em que o oferente obrigatório já comunicou a ultrapassagem de um limite de um terço ou 50% ao abrigo do regime de participações qualificadas (deve fazê-lo em 3 dias úteis) mas ainda não publicou o respectivo anúncio preliminar (dispondo para o efeito de um prazo de 30 dias úteis). Aí é tentativa vã a de alguém lançar (nesses 30 dias) uma oferta apenas para pressionar o oferente obrigatório a fazer a oferta a um preço superior. O oferente obrigatório apenas ficará vinculado ao preço decorrente do art. 188.º

Estes são os casos em que, a meu ver, estamos a confirmar a consumpção do regime das ofertas obrigatórias em relação ao das ofertas concorrentes.

Caso diverso é aquele em que o oferente concorrente venha ele próprio a fazer seguir o processo da oferta obrigatória até final, em substituição do oferente obrigatório. Aqui o abandono de uma oferta inicial para ser revista como obrigatória em substituição a preço inferior ao inicialmente proposto (ao abrigo dos arts. 128.º e 129.º) não parece aceitável. Efectivamente, aí estão em causa duas outras regras decisivas no sistema das OPAs: a da inalterabilidade da oferta salvo por alteração das circunstâncias (art. 124.º, n.º 1) e a proibição de reformatio in pejus (art. 175.º, n.º 2, al. a)). E ambas resultariam violadas sem um fundamento suficientemente sólido, abrindo-se a porta para a fraude.

Atrás sempre foi analisada a questão do ponto de vista de um oferente que é colocado em concorrência por razões externas. Se o oferente já era oferente concorrente antes de assumir o dever de lançamento de OPA, tal deve evidentemente manter-se, até por força dos princípios de estabilidade da oferta (arts. 124.º, n.º 1, e 175.º, n.º 2, al. a)).

IX — Em balanço do regime descrito, há que reconhecer que foi instituída uma *par conditio concurrentium* plena, na medida em que o legislador concede a ambos os oferentes a possibilidade de proceder à revisão da oferta. Esta regra é apenas temperada com prazos de revisão (art. 185.º-A, n.ºs 1-4) e limiares de revisão mínima, que não se distanciam, em termos comparatísticos, dos encontrados em ordenamentos próximos.

A eventual perturbação, para a sociedade visada, adveniente da possibilidade de uma disputa prolongada de lances, com sucessivas revisões das ofertas concorrentes, representará sem dúvida um inconveniente menor do regime quando confrontado com o princípio de abertura do mercado de controlo que enforma o Direito comunitário atinente a esta matéria ⁽⁷¹⁾.

14. A SUCESSÃO DAS OFERTAS

I — As ofertas públicas de aquisição envolvem uma perturbação, revelada sobretudo na inibição dos poderes de administração da sociedade visada e na possibilidade de surgirem ofertas concorrentes. Uma vez que o processo pode ser longo e o mecanismo da oferta pública de aquisição não pode ser contínuo, o oferente fica inibido de durante os próximos 12 meses lançar uma OPA sobre os mesmos valores.

Esta regra (art. 186.º) pode ser excepcionada por autorização da CMVM. Subjaz-lhe o desiderato de assegurar uma certa dose de regularidade do funcionamento das sociedades, impedindo que haja um lançamento sucessivo e ininterrupto de ofertas, lançadas sempre pela mesma pessoa em relação aos mesmos valores mobiliários.

II — No art. 186.º apenas se toma como referência o apuramento dos resultados da oferta para impedir uma OPA sucessiva. O preceito, porém, deve ser interpretado extensivamente, porquanto a letra não cobre a cessação da eficácia de oferta por verificação de condição resolutive ou não verificação de condição suspensiva. A teleologia da norma abrange ambas as situações, ao pretender evitar o prolongamento temporal do condicionamento aos poderes da administração.

15. A CONTRAPARTIDA

No domínio da contrapartida na oferta pública de aquisição, a alternativa que o legislador nos apresenta é muito rígida: a oferta pública

⁽⁷¹⁾ Em sentido concordante: GUUS KEMPERINK/JULES STUYCK, *The Thirteenth Company Law Directive and Competing Bids*, cit., 123-130.

de aquisição apenas pode ter como contrapartida, dinheiro, valores mobiliários ou uma coisa e a outra. Não há a possibilidade de oferecer outros bens como contrapartida, que não os mencionados.

Além disso, estabelece o art. 187.º que, os valores mobiliários oferecidos como contrapartida podem ser valores mobiliários emitidos ou a emitir. Os valores mobiliários oferecidos, por seu turno, podem ser emitidos pelo próprio oferente ou por terceiro (art. 178.º, n.º 2).

Se assim acontecer chegamos a operações em que se combina uma oferta pública de aquisição com uma oferta pública de subscrição. O destinatário da OPA, nesse caso, ao transmitir uma ordem de aceitação da OPA está simultaneamente a transmitir uma ordem de subscrição em relação aos valores mobiliários que vão ser emitidos, para efeito da contrapartida da oferta pública de aquisição.

Nestas ofertas, para uma avaliação adequada da justeza da contrapartida, importa prestar informação não apenas sobre os valores mobiliários que vão ser adquiridos, mas também interessa dar informação sobre os valores mobiliários que vão ser emitidos ou entregues na aceitação da OPA. Por isso, o anúncio de lançamento e o prospecto obedecem quer às regras sobre o prospecto da OPA, quer às exigências em matéria de um prospecto de ofertas públicas de distribuição (art. 178.º, n.º 2).

16. AS CONDIÇÕES DE OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO

I — Como sucede em relação às simples declarações negociais, a eficácia de oferta pública pode ser sujeita a condições.

O tema é aqui analisado no prisma das ofertas públicas de aquisição, mas deve prevenir-se que o regime se apura através da aplicação de regras constantes das disposições gerais, no art. 124.º do CVM, que valem para qualquer tipo de oferta.

A possibilidade de afixação de condições é mais restritiva neste campo do que no domínio do direito privado comum. Assim, para poder haver a aposição a condições, importa obedecer a dois requisitos fundamentais, ambos enunciados no art. 124.º, n.º 3: as condições devem corresponder a um interesse legítimo do oferente; e não podem afectar o funcionamento normal do mercado.

II — O correcto enquadramento deste regime obriga a proceder à distinção de figuras próximas, mas distintas entre si — discernindo em primeiro lugar as *condições da decisão da oferta* das *condições da eficácia da oferta*.

Se a oferta não está ainda decidida, surgindo condicionantes à própria decisão da oferta, em rigor não está ainda o constituído o dever de publicação do anúncio preliminar. Com efeito, o art. 175.º sentenciar que o anúncio preliminar só é publicado quando tomada uma decisão incondicionada da oferta — este é um preceito que se prende com *condições da decisão da oferta*.

Figura diversa, e a única a que alude o art. 124.º, é a *condição de eficácia da oferta*. Nestes casos, a oferta é lançada — havendo o dever de publicação do anúncio preliminar logo que a respectiva decisão seja tomada —, mas a celebração do negócio aquisitivo que a oferta tem em vista fica condicionada — a eventos que, como já sabemos, têm de servir os interesses legítimos do oferente e não ofender os interesses do mercado.

De entre as condições de eficácia da oferta, pode ainda contrapor-se as *condições de lançamento da oferta* e as *condições de aquisição*, consoante da sua verificação dependa ou não o registo da oferta. Nas primeiras, a verificação do evento condicionante apura-se até ao registo (é, por exemplo, o que sucede com as autorizações administrativas de que depende o lançamento da oferta, para que o seu objecto seja lícito). As *condições de aquisição*, por seu turno, são aquelas que não prejudicam o decurso do período da oferta até final e em que a verificação do evento é determinada até à sessão de bolsa ou na pendência desta.

Separa-se, por último, as condições *legais* das condições *voluntárias*. Estas últimas correspondem ao conceito técnico de condição. A prática nacional tem, no entanto, levado a enunciar igualmente no anúncio preliminar as condições legais da oferta, que se referem aos requisitos de que depende o legítimo e regular lançamento da oferta — a saber, registo na CMVM e obtenção das eventuais autorizações administrativas necessárias.

III — Para se entender devidamente o alcance prático desta faculdade de condicionamento das ofertas, é preciso não esquecer que os oferentes querem normalmente acautelarem o êxito na oferta pública de

aquisição. O processo da oferta envolve vultuosos meios humanos e materiais — estes decorrentes nomeadamente do dever de prestação de caução ou de obtenção de garantia (art. 177.º, n.º 2) e do dever de contratação de intermediário financeiro (art. 113.º, n.º 1, al. b)). Além disso, a explicar a utilidade em se garantir que a oferta pública de aquisição atinge efectivo sucesso, lembre-se que, por virtude das regras da sucessão das ofertas, a não haver êxito das ofertas, importa aguardar um ano para se procurar promover novo lançamento de OPA, nos termos do art. 186.º

Neste contexto, uma condição de larga utilização prática é a chamada *cláusula de sucesso*. Esta subordina a eficácia da oferta à sua aceitação por parte de um número determinado de pessoas ou por parte de uma percentagem determinada de direitos de voto dos titulares acionistas da oferta.

Este ponto é importante na medida em que a verificação da condição neste caso apenas pode apurar-se na data do apuramento dos resultados da oferta. A fixação da cláusula de sucesso é vulgarmente colocada em fasquias percentuais próximas do domínio. Assim, oferente obtém a garantia que se houver aceitação por parte deste universo obtém o domínio da sociedade visada. Nesta medida, trata-se de uma condição que cumpre ambos os requisitos constantes do n.º 3 do art. 124.º

Assim sendo, a cláusula de sucesso representa uma *condição de aquisição*. O que está em causa não é uma condição do lançamento da oferta (que corre os seus termos) mas é uma condição da eficácia dos negócios transmissivos que a oferta tem em vista. Aliás, em rigor, quando no âmbito do direito das ofertas se referem as condições, apenas se está a considerar estas.

IV — O n.º 4 do art. 124.º restringe suplementarmente o âmbito da permissão quanto à aposição de condições em ofertas, ao estabelecer uma *proibição de condições potestativas*. Assim, a oferta não pode estar apenas dependente de factos que dependam exclusivamente da vontade do oferente. Esta regra representa, aliás, uma confirmação da regra enunciada no n.º 3 do mesmo preceito, porquanto as condições potestativas, por definição, podendo ou não servir legítimos interesses do oferente, afectam seguramente o funcionamento do mercado.

Neste contexto, aliás, deve ir-se mais longe na determinação do fundamento deste traço do direito positivo. Com efeito, a proibição de condições potestativas figura também como uma das decorrências do *princípio da estabilidade da oferta*. Não pode haver a sujeição da oferta pública a condições potestativas, já que isso conduziria a que o oferente na realidade pudesse retirar ou revogar a oferta quando melhor lhe aprouvesse, colocando-o numa posição informativa de vantagem perante os demais agentes do mercado, o que inclusivamente potenciaria situações de abuso de informação privilegiada.

V — Como notado, o regime descrito, respeitante à admissibilidade das condições, vale em geral para qualquer oferta. Impõe-se, todavia, introduzir uma ressalva, porquanto em ofertas públicas de aquisição obrigatórias, por regra, não pode haver a sujeição da oferta à aposição de condições.

ABSTRACT

This chapter deals with the legal regime of takeover bids, as determined by the Portuguese Securities Code. The main aspects of the legal discipline are subject to a detailed analysis, both in substantive and procedural terms. Although the Portuguese regime is clearly influenced by the EC Directive on takeovers, it also implies a number of specific solutions — which themselves deserve particular attention.