

OPA CONCORRENTE

MANUEL REQUICHA FERREIRA*

INTRODUÇÃO

O actual regime da oferta pública de aquisição concorrente apresenta incoerências jurídicas e suscita dúvidas interpretativas para as quais urge encontrar as soluções mais adequadas. A presente análise do regime jurídico das ofertas concorrentes não se esgotará na perspectiva *de iure constituto*, antes se estenderá para uma perspectiva *de iure constituendo*. O objectivo manifesto é o de alargar em Portugal o “horizonte” pouco amplo das OPAs concorrentes, onde até à presente data apenas foram lançadas três ofertas concorrentes em nítido contraste com a importância exponencial que as mesmas assumem nos mercados de capitais mundiais (*e.g.* oferta concorrente do Royal Bank of Scotland, Santander e Fortis sobre o banco holandês ABN – AMRO cujo valor ascendeu a 72 mil milhões de euros). Onde pára afinal a concorrência nas OPAs em Portugal? Neste breve excuro pelo regime jurídico da OPA concorrente, procurar-se-ão as causas da sua quase “inexistência” e os mecanismos adequados para a fazer “ressurgir”!

I. REGIME JURÍDICO DA OPA CONCORRENTE

A) REQUISITOS DO LANÇAMENTO

1. PRAZO

A oferta concorrente tem que “ser lançada até ao 5.º dia¹ anterior àquele em que termine o prazo da oferta inicial” (artigo 185.º-A do Cód.VM). A actual redacção deste preceito foi introduzida pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro e veio reduzir o prazo de lançamento de oferta concorrente em 4 dias².

A CMVM não apresentou, na consulta pública do ante-projecto de Decreto-Lei de transposição da Directiva n.º 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril relativa a ofertas públicas de aquisição (“**Directiva das OPAs**”)³, qualquer justificação para a redução do prazo legal de lançamento da oferta concorrente⁴. A redução do prazo de lançamento é excessiva sobretudo se conjugada com as

* - Advogado, associado da Gonçalves Pereira, Castelo Branco & Associados, Sociedade de Advogados RL

1- Em relação à contagem de prazos, a CMVM tem entendido que os prazos previstos no Cód.VM se contam seguidos, caso não se refira expressamente que na contagem do prazo deve atender-se apenas aos dias úteis. Esta interpretação baseia-se num argumento de natureza sistemática baseada no facto de o código fazer menção expressa a dias úteis quando pretende que o prazo não seja contado seguido. De referir que a CMVM tem também entendido que, quando o último dia de um prazo seguido termine a um Sábado, Domingo ou Feriado, esse dia transfere-se para o primeiro dia útil seguinte.

2- A redacção inicial do Cód.VM não continha qualquer disposição relativa ao prazo de lançamento de oferta concorrente. O prazo era fixado pelo n.º 1 do artigo 45.º do Regulamento da CMVM n.º 10/2000 sobre Ofertas e Emitentes (com as alterações introduzidas pelos Regulamentos da CMVM n.º 30/2000, n.º 33/2000, n.º 34/2000, n.º 37/2000, n.º 5/2001, n.º 6/2001, n.º 9/2002, n.º 12/2002, n.º 15/2002, n.º 16/2002, n.º 5/2003, n.º 14/2003 e n.º 5/2004). De acordo com este preceito regulamentar, a oferta concorrente tinha que ser lançada até ao dia anterior àquele em que terminasse o prazo da oferta inicial. A redacção inicial do código manteve, portanto, a solução consagrada no predecessor Código do Mercado dos Valores Mobiliários, fixando o prazo legal de lançamento da oferta por referência ao termo da oferta inicial e estendendo-o até ao último dia antes do termo da oferta inicial.

3- A Consulta Pública n.º 11/2005 da CMVM sobre o Ante-Projecto de Diploma de Transposição da Directiva das OPAs limitava-se a considerar ser “merecedor de intervenção legislativa”, face à previsão do artigo 13.º alínea c) da Directiva, o regime sobre ofertas concorrentes, afirmando que os artigos 45.º a 47.º do Regulamento n.º 10/2000 da CMVM deveriam “passar a integrar o Código enquanto regime geral das OPA em complemento do actual artigo 185.º”.

4- O legislador seguiu, em parte, a solução adoptada no direito italiano. O *Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti* dispõe no seu n.º 2 do artigo 44.º que as ofertas concorrentes têm que ser publicadas 5 dias antes do último dia do período de aceitação da oferta precedente.

demais normas que regulam as OPAs concorrentes. Poderia argumentar-se que a existência de um prazo entre o fim do lançamento das ofertas concorrentes e o fim do período da oferta permite aos destinatários da oferta, em particular aos pequenos investidores, disporem de um período de reflexão para analisar económica e financeiramente as propostas apresentadas. Esta justificação estaria correcta caso não existissem outros requisitos de lançamento de OPA concorrente que asseguram uma melhoria progressiva das sucessivas ofertas no intuito de proteger os destinatários. Por outro lado, há que atender quer ao disposto no n.º 2 do artigo 185.º -A do Cód.VM, que proíbe o lançamento de ofertas concorrentes num momento que não permita o cumprimento do prazo previsto no n.º 1 do mesmo preceito legal, quer ao disposto no n.º 3 do artigo 185.º do Cód.VM, que confere à CMVM o poder de indeferir o pedido de registo da oferta se concluir, em função da data de apresentação do pedido de registo da oferta e do exame deste último, pela impossibilidade de decisão em tempo que permita o lançamento tempestivo da oferta de acordo com o n.º 1 do artigo 185.º do Cód.VM. Como em seguida se analisará, a articulação destes preceitos conjugada com o n.º 3 do mesmo artigo conduz, na prática, à quase impossibilidade de lançamento de ofertas concorrentes sobretudo quando estão em causa grandes operações de concentração. Acresce que a redução do prazo poderá ser prejudicial aos interesses dos próprios destinatários da oferta se acarretar a exclusão de ofertas concorrentes que ofereçam uma melhor contrapartida para aqueles.

Para lá da apreciação crítica geral do prazo definido para o lançamento de oferta concorrente, o artigo 185.º-A do Cód.VM coloca um

conjunto de questões interpretativas que urge analisar.

A primeira questão interpretativa é relativa ao conceito da expressão “lançamento” de oferta concorrente: é necessário determinar se a expressão “lançamento” se refere ao anúncio preliminar de lançamento previsto no artigo 175.º ou antes ao anúncio de lançamento previsto do artigo 183.º-A?

A questão assume extrema relevância prática, uma vez que, se o “lançamento de oferta concorrente” do artigo 185.º-A, n.º 1 corresponder ao anúncio preliminar de lançamento, o oferente concorrente tem, de facto, a possibilidade de entrar até ao último momento (5 dias antes do termo do prazo da oferta inicial) na disputa pela aquisição da sociedade visada, efectuando a divulgação pública da sua oferta, isto é, o anúncio preliminar do lançamento da sua oferta nesse momento. Diferentemente, se o “lançamento de oferta concorrente” corresponder ao anúncio de lançamento, então o oferente concorrente não tem a possibilidade de entrar até ao último momento na disputa pela aquisição da sociedade visada, pois, para poder publicar aquele anúncio, terá que já ter publicado o seu anúncio preliminar e efectuado o respectivo registo de OPA.

A CMVM considerou, num esclarecimento efectuado no âmbito da OPA da Sonaecom sobre a Portugal Telecom, que a referência a “lançamento” de OPA concorrente do antigo artigo 45.º, n.º 1 do Regulamento n.º 10/2000 da CMVM, que estabelecia como prazo de lançamento de OPA concorrente o último dia antes do termo do prazo da oferta inicial, se reportava à divulgação do anúncio de lançamento.

A CMVM não justificou de forma muito clara o seu entendimento⁵. O regulador limitou-se a referir que, nos termos do Código dos Valores Mobiliários, a CMVM só pode proceder ao registo de OPAs “se e quando forem instruídas com todos os documentos e autorizações administrativas legalmente exigidos”, nomeadamente a decisão “da(s) autoridade(s) da concorrência competente(s)” de acordo com a Lei n.º 18/2003, de 11 de Junho e os Regulamentos (CE) n.º 139/2004 e n.º 802/2004, e que tal registo tem que ser recusado caso não seja possível, em função da data de apresentação do pedido de registo e do seu exame, efectuar o lançamento tempestivo da oferta nos termos do artigo 45.º, n.º 1 do Regulamento da CMVM n.º 10/2000 (artigo 46.º, n.º 4 do mesmo Regulamento). O mesmo esclarecimento concluía que a CMVM está impedida de registar qualquer oferta concorrente que, no prazo referido, não seja instruída com todos os documentos legalmente exigidos. O antigo artigo 45.º, n.º 1 do Regulamento da CMVM n.º 10/2000 corresponde ao actual artigo 185.º-A, n.º 1 do Cód.VM com a diferença que o prazo de lançamento de OPA concorrente foi reduzido para 5 dias antes do termo da oferta inicial. Assim, a expressão “lançamento” contida neste preceito entender-se-ia, seguindo o entendimento do esclarecimento da CMVM, como a divulgação do anúncio de lançamento⁶.

Julgo que o entendimento da CMVM é o mais correcto face à letra da lei e à articulação dos vários preceitos do Código dos Valores Mobiliários.

O actual artigo 185.º-A, n.º 1 emprega a expressão “deve ser lançada” que parece exigir um verdadeiro “lançamento” e não uma mera intenção de lançamento. O anúncio preliminar decorre da obrigação de divulgação imediata da tomada de decisão de lançamento da oferta pública de aquisição pelo oferente, sendo que esta decisão não é em si um verdadeiro lançamento, como aliás o comprova o artigo 175.º, n.º 2 alínea a) que obriga o oferente a “lançar”, após a publicação do anúncio preliminar, oferta em termos não menos favoráveis para os destinatários que as constantes deste anúncio. Esse outro lançamento consubstancia o verdadeiro lançamento da OPA porque contém os termos da oferta cujo prazo de aceitação se inicia de imediato, enquanto que o anúncio preliminar encerra uma intenção de lançamento que gera unicamente a obrigação de lançamento de uma oferta cujo prazo de aceitação se iniciará num futuro não imediato. Isso justifica que o manancial informativo do anúncio de lançamento seja muito superior ao do anúncio preliminar e que o mesmo seja completado pelo prospecto da oferta cuja divulgação é simultânea à do anúncio de lançamento (artigo 183.º-A, n.º 2).

Acresce que o n.º 2 do artigo 185.º-A do Cód.VM, introduzido também pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, dispõe que é proibida a publicação do anúncio preliminar em momento que não permita o cumprimento do prazo de lançamento da oferta acima referido. Este preceito legal é novo e veio consagrar, em termos legislativos, o referido entendimento da CMVM à luz do anterior regime jurídico.

5- Vide ESCLARECIMENTO DA CMVM sobre o regime processual das OPAS concorrentes disponível em www.cmvm.pt.

6- JOÃO CALVÃO DA SILVA postula, neste particular, o entendimento da CMVM. O autor refere que o anúncio de lançamento de oferta concorrente está hoje previsto no artigo 183.º-A do Cód.VM, que veio substituir o antigo artigo 123.º do Cód.VM que regulava o chamado sumário das OPAs (um dos documentos da oferta) e que deixou de fazer sentido pois o sumário é um documento que já não faz parte dos documentos das OPAs mas apenas das ofertas públicas de venda (as chamadas OPV's), consubstanciando o anúncio preliminar um momento prévio do lançamento da oferta previsto naquela norma. O artigo 175.º do Cód.VM vai também neste sentido ao referir que a publicação do anúncio preliminar obriga o oferente a “lançar” oferta em termos não menos favoráveis para os destinatários do que as constantes desse anúncio. Assim, a divulgação do anúncio preliminar de lançamento tem que ser efectuada num momento que permita o registo da oferta pela CMVM e, subsequentemente, a divulgação do respectivo anúncio de lançamento. O entendimento do autor foi expresso em 12 de Junho de 2007 no âmbito da conferência intitulada “Ofertas Concorrentes” do XI Curso de Valores Mobiliários do Instituto de Valores Mobiliários da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Neste sentido, vide também HUGO MOREDO DOS SANTOS, *Ofertas Concorrentes*, Coimbra Editora, 2008, p. 77.

O legislador esclareceu que o “lançamento” de OPA concorrente, previsto no artigo 185.º-A, n.º 1, não corresponde ao anúncio preliminar, pois esse anúncio deve ser divulgado num momento que permita efectuar o lançamento da OPA concorrente até 5 dias antes do termo da oferta inicial. O n.º 3 do artigo 185.º-A, n.º 1 reforça este entendimento ao estabelecer que o pedido de registo da oferta concorrente é indeferido pela CMVM se esta entidade concluir, em função da data da apresentação do pedido de registo da oferta e do exame deste último, pela impossibilidade de decisão em tempo que permita o lançamento tempestivo da oferta nos termos do artigo 185.º-A, n.º 1⁷. A CMVM indefere assim o pedido de registo da oferta caso o anúncio de lançamento não possa, face à data de apresentação do pedido de registo e da sua análise, ser efectuado até ao 5 dia anterior ao termo da oferta inicial. O “lançamento” corresponde novamente ao anúncio de lançamento previsto no artigo 183.º-A.

Se a solução ora defendida é a mais correcta à luz do direito vigente, já de um ponto de vista substancial e numa perspectiva *de iure condendo* ela não se afigura como a mais adequada.

O anúncio preliminar de lançamento, apesar de não ser um verdadeiro “lançamento” consubstanciando antes uma tomada de decisão (expressão última de uma intenção), tem uma importância fundamental no processo de OPA, importância essa que é reconhecida pelo próprio mercado. Com efeito, o anúncio preliminar obriga o oferente ao lançamento de OPA, não

se esgotando, por conseguinte, na mera divulgação de uma decisão ou expressão de uma intenção. A partir desse momento, o mercado sabe que o oferente irá lançar uma oferta que ou mantém as mesmas condições do anúncio preliminar ou introduz uma melhoria em relação às condições do mesmo. O anúncio de lançamento tem como efeito imediato o aumento das intenções de compra (com a consequente subida do preço) das acções da sociedade visada. Os investidores não esperam pelo anúncio de lançamento, porque sabem de antemão quais as obrigações a que o oferente está sujeito por força da divulgação do anúncio preliminar. O mercado, e de certa forma também o legislador, concebem o anúncio de lançamento como o concretizar dos termos da oferta preliminarmente anunciada, perspectivando o anúncio preliminar como o ponto de partida de um processo de OPA que quase “obrigatoriamente” terminará na liquidação da oferta, salvo se circunstâncias especiais (*e.g.* oposição das autoridades da concorrência à operação de concentração)⁸. Ora, este entendimento do mercado, dos investidores e dos destinatários da oferta devia ter respaldo na solução consagrada pelo legislador. A lei devia ter feito corresponder o “lançamento” de oferta concorrente ao anúncio preliminar, porque é esse o momento que o mercado, investidores e destinatários consideram como o momento de “lançamento de OPA concorrente”. Por outro lado, a solução ora defendida é a que mais incentiva a concorrência pela aquisição da sociedade visada pois alarga o prazo de lançamento de oferta concorrente e não impede os oferentes concorrentes de lançarem a sua OPA por força da demora do processo de registo.

7- Antes da entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, esta possibilidade de indeferimento da CMVM estava consagrada no artigo 46.º, n.º 4 do Regulamento da CMVM n.º 10/2000 sobre Ofertas e Emitentes.

8- Claro que o registo de OPA e subsequente divulgação do anúncio de lançamento também têm impacto no mercado, pois as acções tendem a subir com a ultrapassagem de mais uma fase do processo de OPA. Contudo, o impacto da divulgação do anúncio preliminar no mercado, e em particular na cotação dos valores mobiliários da sociedade visada, é substancialmente maior que o impacto do registo da oferta.

A segunda questão interpretativa colocada pelo artigo 185.º-A, n.º 1 prende-se com a sua conjugação com os n.ºs 2 e 3 do mesmo artigo. Assim, é necessário determinar se a análise da proibição de publicação de anúncio preliminar ou o indeferimento do pedido de registo de OPA, em função da impossibilidade de lançamento tempestivo de OPA nos termos do artigo 185.º-A, n.º 1, deve atender ao prazo de emissão dos pareceres exigíveis para a concretização da operação de concentração, em particular ao parecer da autoridade da concorrência.

No esclarecimento *supra* mencionado, a CMVM considerou que só era possível proceder ao registo de OPAs “se e quando forem instruídas com todos os documentos e autorizações administrativas legalmente exigidos”, encontrando-se entre tais documentos a decisão “da (s) autoridade(s) da concorrência competente (s)” de acordo com a Lei n.º 18/2003, de 11 de Junho e os Regulamentos (CE) n.º 139/2004 e n.º 802/2004. O regulador concluía que “resulta linearmente do exposto que a CMVM está impedida de registar qualquer oferta concorrente, que no prazo referido (*leia-se, naquela altura, até 1 dia antes do termo da oferta inicial*), não seja instruída com todos os documentos legalmente exigidos”⁹. Tal conclusão era, segundo o supervisor, corroborada pelo artigo 46.º, n.º 4 do Regulamento da CMVM n.º 10/2000 que determinava o indeferimento do registo caso não fosse possível, em função da data de apresentação do pedido de registo e do seu exame, efectuar o lançamento tempestivo

da oferta até um dia antes do termo da oferta inicial. O regulador parece, portanto, considerar que o prazo de emissão dos pareceres de autoridades administrativas não deve ser tido em consideração para efeitos dos artigos 185.º-A, n.ºs 1, 2 e 3.

O entendimento da CMVM não é o mais justo e correcto à luz do direito vigente e prejudica sobremaneira a concorrência pela aquisição da sociedade visada, bem como os interesses do mercado e dos destinatários da oferta.

Em primeiro lugar, esta questão não é resolvida pelo artigo 11.º, n.º 3 da Lei n.º 18/2003, de 11 de Junho (“**Lei da Concorrência**”) que determina que a proibição da realização da operação de concentração antes da decisão de não oposição da autoridade da concorrência não prejudica a realização de oferta pública de compra ou de troca que tenha sido notificada àquela entidade, “desde que o adquirente não exerça os direitos de voto inerentes às participações em causa ou apenas os exerça apenas tendo em vista proteger o pleno valor do seu investimento com base numa derrogação” concedida do n.º 4 do referido artigo¹⁰. Com efeito, estando em falta um dos elementos que instrui o pedido de registo da oferta concorrente junto da CMVM (artigo 115.º, n.º 1 alínea a)), o regulador não pode decidir sobre o registo da oferta ou a recusa do mesmo. Aliás, é este também o entendimento da CMVM que defende só ser possível proceder ao registo das OPAs “se e quando forem instruídas com todos os documentos e

9- Vide ESCLARECIMENTO DA CMVM sobre o regime processual das OPAS concorrentes disponível em www.cmvm.pt

10- Esta norma foi decaída (de forma irreflectida) do artigo 9.º, n.º 3 da lei da concorrência espanhola (*Ley 15/2007, 3 julio, de defensa de la competencia*), ainda que, no caso espanhol, a excepção apenas se aplique a ofertas públicas de aquisição de acções de sociedades admitidas à negociação em “bolsa de valores autorizada pela CNMV”. A solução é similar ao artigo 17.º, n.º 2 da *Legge n.º 287 de 10 Ottobre, 1990* que estabelece que as operações de concentração em Itália que envolvam uma OPA não serão suspensas desde que o oferente não exerça os direitos de voto relativos aos valores mobiliários em questão. Diferentemente, nos ordenamentos jurídicos francês e alemão, não se prevêem excepções específicas para as OPAs, permitindo-se, contudo, uma redução dos prazos ou mesmo autorização para a realização total ou parcial da operação de concentração a pedido do interessado com motivos fundados (artigos L430-4 e L430-7 II do *Code de Commerce*) ou inclusive uma autorização para a concretização da operação para prevenir danos sérios para a empresa ou para terceiros (§ 41 (2) da *Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen*, de 12 Julho 2005).

autorizações administrativas legalmente exigidos”, encontrando-se entre tais documentos a decisão “da(s) autoridade(s) da concorrência competente(s)”¹¹. Bem se compreende que assim seja devido aos profundos inconvenientes (diria mesmo prejuízos) que a liquidação de uma OPA não aprovada pelas autoridades da concorrência teria. Pense-se desde logo nos destinatários da oferta que, para poderem decidir se querem continuar na sociedade visada (rejeitando a OPA) ou sair desta (aceitando a OPA), precisam de saber quais os remédios que o oferente irá aceitar, porque isso pode implicar uma desvalorização substancial da sociedade (e.g. venda de unidades de negócio) e consequentemente da cotação das suas acções. O destinatário teria que decidir sem ter conhecimento de informação fundamental para o seu racional decisório, o que é algo absolutamente contrário ao regime das ofertas públicas em geral e das OPAs em particular (e até ao próprio funcionamento do mercado). Por outro lado, a sociedade visada seria prejudicada com esta solução porque, caso o oferente não aceitasse os “remédios” propostos pela autoridade da concorrência, este teria que alienar as acções da sociedade entretanto adquiridas com a liquidação da oferta e isso geraria uma profunda instabilidade accionista com reflexos necessariamente negativos sobre a gestão da sociedade.

A solução poderá inclusive ser desvantajosa para o oferente, porque, se este não quiser aceitar os “remédios” impostos pela autoridade da concorrência (e.g. porque estes anulam as sinergias e vantagens financeiras resultantes da concentração), ficará com a titularidade das acções mas impossibilitado de exercer os direitos de voto, tendo que encontrar rapidamente, de forma a evitar mais prejuízos financeiros, um interessado para a sua aquisição (o que poderá não se revelar fácil)¹².

Em segundo lugar, se o processo de emissão dos pareceres das autoridades reguladoras (e.g. Autoridade da Concorrência, Banco de Portugal, entre outros) despoleta a suspensão do processo de OPA, estranho seria que o mesmo não se sucedesse em relação às ofertas concorrentes. De facto, estando em falta um dos elementos que instrui o pedido de registo junto da CMVM (artigo 115.º, n.º 1 alínea a) do Cód.VM) e não podendo, consequentemente, ser emitida pela CMVM a decisão sobre o registo ou a recusa de registo da oferta, o processo de OPA e respectivos prazos de decisão não poderão correr os seus termos até que os pareceres necessários sejam emitidos. Os pareceres, sendo vinculativos¹³, têm por efeito a suspensão do procedimento administrativo (que, no caso das OPAs, é o próprio processo de oferta pública de

11- Vide ESCLARECIMENTO DA CMVM sobre o regime processual das OPAs concorrentes disponível em www.cmvm.pt. Os processos de OPA sobre a PT e sobre o BPI estiveram suspensos até à decisão de não oposição à operação de concentração pela Autoridade da Concorrência e a Lei da Concorrência já estava em vigor nessa altura. Na sequência da experiência quanto à decisão de não oposição da autoridade da concorrência relativa a estas ofertas públicas de aquisição, procedeu-se a uma “alteração do regime jurídico da concorrência no sentido da redução dos prazos de análise” pela autoridade da concorrência por forma a “minimizar o período durante o qual a administração da sociedade vê os seus poderes limitados e contribuir para uma rápida resolução da oferta pública de aquisição” (preâmbulo do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro que transpôs a Directiva das OPAs).

12- Entretanto o oferente poderá estar a suportar os juros elevados do eventual financiamento que tenha contraído para a realização da operação.

13- Os pareceres são “estudos fundamentados, com as respectivas conclusões, sobre questões científicas, técnicas ou jurídicas, determinantes para a decisão, elaborados por serviços, colégios ou instâncias administrativas, funcionalmente vocacionados (apenas ou também) para o exercício de tarefas consultivas, a solicitação dos órgãos com competência para a instrução ou decisão do procedimento (...)”. Só os pareceres oficiais, estão sujeitos “à disposição fundamental do artigo 124.º, n.º 1 alínea c)” do Código de Procedimento Administrativo. Os pareceres podem, por um lado, ser obrigatórios ou facultativos, consoante sejam ou não exigidos por lei, e, por outro, ser vinculativos ou não vinculativos, conforme as respectivas conclusões tenham, ou não, de ser seguidas pelo órgão competente para a decisão, sendo que, salvo disposição expressa em contrário, os pareceres referidos na lei consideram-se obrigatórios e não vinculativos (artigo 98.º do Código do Procedimento Administrativo) (cfr. MÁRIO ESTEVES DE OLIVEIRA, PEDRO COSTA GONÇALVES E J. PACHECO DE AMORIM, *Código do Procedimento Administrativo Comentado*, Vol. I, Almedina, 2.ª edição, 2007, p. 144).

aquisição) até que os mesmos sejam emitidos. O artigo 99.º, n.º 3 do Código de Procedimento Administrativo dispõe que “quando um parecer obrigatório e não vinculativo não for emitido dentro dos prazos previstos no número anterior, pode o procedimento prosseguir e vir a ser decidido sem o parecer, salvo disposição legal em contrário”¹⁴. Assim, e por força de uma interpretação *a contrario* da referida norma, os pareceres obrigatórios e vinculativos suspendem o procedimento em que o incidente da sua emissão foi suscitado. Ora, a não oposição da Autoridade da Concorrência é qualificável como um parecer obrigatório e vinculativo, uma vez que, nos termos do artigo 11.º, n.º 1 e 2 da Lei n.º 18/2003, de 11 de Junho, a operação de concentração sujeita a notificação prévia à Autoridade da Concorrência não pode realizar-se antes de ser notificada e objecto de uma decisão, expressa ou tácita, de não oposição do referido regulador, sendo que a validade de qualquer negócio jurídico realizado em desrespeito do disposto depende de autorização expressa ou tácita da operação de concentração. A suspensão do processo de OPA, resultante da pendência do processo de emissão de parecer obrigatório e vinculativo, não pode ser exclusivamente aplicável às ofertas iniciais, não há qualquer base legal que fundamente a sua não aplicação às concorrentes. Com efeito, estas estão sujeitas às regras gerais aplicáveis às ofertas públicas de aquisição com as alterações constantes do artigo 185.º, 185.º-A e 185.º-B (artigo 185.º, n.º 2 do Cód.VM) e essas normas não afastam a

suspensão do processo de OPA em virtude da falta de um dos elementos que instrui o pedido de registo de OPA. Assim, estando em falta um dos elementos que instrui o pedido de registo da oferta concorrente junto da CMVM (artigo 115.º, n.º 1 alínea a)) e não podendo, consequentemente, o regulador decidir sobre o registo da oferta ou a recusa do mesmo, o processo da oferta concorrente e respectivos prazos, nomeadamente o de registo, não poderão correr os seus termos até que os devidos pareceres sejam emitidos.

Em terceiro lugar, o entendimento da CMVM prejudica a concorrência e o mercado e não tutela de forma adequada os interesses dos destinatários da oferta. Os mercados financeiros, e em particular o mercado de capitais, não podem estar condicionados pelos prazos de decisão das autoridades reguladoras, nomeadamente pela demora das decisões da Autoridade da Concorrência. Claro que a decisão dessas entidades tem que ser ponderada e devidamente fundamentada, o que exige tempo! No entanto, tal exigência não cria um conflito insanável entre, por um lado, a justiça e correcção das decisões dos reguladores e, por outro, a eficiência e rapidez exigidas pelo mercado. Se o processo de OPA for suspenso (tal como o seria para o oferente inicial) e houver mecanismos de aceleração do processo decisório da Autoridade da Concorrência¹⁵, ampliam-se os casos de admissibilidade de lançamento desse tipo de oferta ao mesmo tempo que se estimula a concorrência.

14- MÁRIO ESTEVES DE OLIVEIRA, PEDRO COSTA GONÇALVES E J. PACHECO DE AMORIM salientam que enquanto que nos pareceres facultativos, o “procedimento segue normalmente, salvo se for decidido instar novamente pela sua emissão”, já nos pareceres vinculativos o processo “suspende-se (em relação à tramitação subsequente que estivesse conexcionada com o conteúdo ou sentido desse parecer, como será o caso da decisão) e abre-se um incidente tendente a provocar a sua emissão” (cfr. MÁRIO ESTEVES DE OLIVEIRA, PEDRO COSTA GONÇALVES E J. PACHECO DE AMORIM, *ob. cit.*, p. 144). Os mesmos autores referem que, no caso de pareceres oficiais, os “órgãos administrativos estão constituídos no dever de funcionar, como, aliás, lhes é compulsivamente exigível (se mais não for, por demissão ou dissolução)” (cfr. MÁRIO ESTEVES DE OLIVEIRA, PEDRO COSTA GONÇALVES E J. PACHECO DE AMORIM, *ob. cit.*, p. 145).

15- Hoje esse mecanismo poderá residir no artigo 9.º, n.º 3 da Lei n.º 18/2003, de 11 de Junho, introduzido pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que concede ao adquirente a possibilidade de requerer a apreciação prévia da Autoridade da Concorrência de operações de concentração projectadas.

Por último, a solução ora defendida é a única que permite alcançar o chamado *level playing field*, princípio fundamental da Directiva das OPAs e expresso no Relatório do Grupo de Alto Nível de peritos no domínio do direito das sociedades sobre OPAS, de 10 de Janeiro de 2002, e potenciar o lançamento de ofertas concorrentes. O entendimento da CMVM faria com que, na prática, o anúncio de lançamento de uma OPA concorrente, que exigisse uma decisão de não oposição da Autoridade da Concorrência, tivesse que ser efectuado num momento primeiro do processo de OPA (ou não pudesse mesmo ser efectuado), retirando conteúdo prático ao artigo 185.º-A, n.º 1 e reduzindo o potencial número de ofertas pela sociedade visada e as consequentes virtualidades ligadas ao mecanismo concorrencial.

No entanto, pode afirmar-se que com a solução preconizada se prolonga *ad eternum* o período de aceitação da oferta com as consequências nefastas que daí advém para o mercado, para a

sociedade visada (cujos poderes de gestão se encontram limitados pelo artigo 182.º) e para os próprios oferentes. Não creio que tal objecção seja procedente. Por um lado, a decisão da Autoridade da Concorrência de não oposição à oferta inicial não se deve limitar à apreciação daquela operação de concentração, deve antes, quando está em causa uma OPA, aprofundar o impacto, ao nível da concorrência, do lançamento de uma oferta concorrente por outros *players* do mercado. A definição, em linhas gerais, dos problemas concorrenciais de outras potenciais ofertas permitirá facilitar a sua análise mais aprofundada no momento em que as mesmas sejam anunciadas. O risco de prolongamento excessivo do período de aceitação da oferta ficaria assim mitigado. Por outro lado, esse risco não existiria caso fosse estabelecido um prazo máximo de lançamento de ofertas concorrentes por referência ao termo do prazo de aceitação das ofertas precedentes¹⁶, ou de um leilão final em que todos os oferentes apresentem os termos finais das suas ofertas (solução que me parece preferível)¹⁷.

16- Esta foi a solução adoptada pelo legislador italiano e espanhol. O *Regolamento d'attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente n. 13130 del 22 maggio 2001, n. 13605 del giugno 2002, n. 13616 del 12 giugno 2002, n. 13924 del 4 febbraio 2003, n. 14002 del 27 marzo 2003, n. 14372 del 23 dicembre 2003, n. 14692 dell'11 agosto 2004, n. 14743 del 13 ottobre 2004, n. 14990 del 14 aprile 2005, n. 15232 del 29 novembre 2005, n. 15510 del 20 luglio 2006, n. 15520 del 27 luglio 2006 e n. 15586 del 12 ottobre 2006)* dispõe no seu n.º 2 do artigo 44.º que as ofertas concorrentes têm que ser publicadas 5 dias antes do último dia do período de aceitação da oferta precedente. Mas, a parte final daquele preceito estabelece que, em caso de prorrogação da oferta, o lançamento da oferta concorrente pode ocorrer até 50 dias após o início do período de aceitação da oferta. Em Espanha, a OPA concorrente tem de ser lançada até 10 dias após o início do prazo de aceitação da última oferta desde que não tenham decorrido mais de 30 dias sobre o início do prazo de aceitação da oferta inicial (artigo 33.º a) do *Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*, modificado pelos *Reales Decretos 437/1994, de 11 de marzo, 2590/1998, de 7 de diciembre, 1676/1999, de 29 de octubre, 1443/2001, de 21 de diciembre, 432/2003, de 11 de abril* e pela *Ley 6/2007, de 12 de abril*). Uma vez que o prazo de aceitação da oferta é, nos termos do artigo 183.º, no mínimo de 1 mês e no máximo de 2 meses, o prazo de lançamento da oferta em Espanha e em Itália pode ser inferior ou superior ao da lei portuguesa, consoante o número de ofertas concorrentes (e.g. se houver várias ofertas concorrentes e o prazo de aceitação for de 30 dias, será possível lançar uma oferta concorrente no último dia do prazo de aceitação). De referir, em relação ao regime espanhol, que a *Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores*, que transpõe a Directiva das OPAs e a da Transparência, e que entrou em vigor em 13 de Agosto de 2007, não alterou o regime das ofertas concorrentes.

17- A *Rule 32.5* do *Takeover Code* dispõe que “if a competitive situation continues to exist in the later stages of the offer period, the Panel will normally require revised offers to be published in accordance with an auction procedure, the terms of which will be determined by the Panel; that procedure will normally require final revisions to competing offers to be announced by the 46th day following the posting of the offer document but enable an offeror to revise its offer within a set period in response to any revision announced by a competing offeror on or after the 46th day (...) the Panel will consider applying any alternative procedure which is agreed between competing offerors and the board of the offeree company”. Por outro lado, a *note no. 2* da *Rule 32.5*, sob a epígrafe *Guillotine*, dispõe que “the Panel may impose a final time limit for announcing revisions to competing offers for the purpose of any procedure established in accordance with this Rule taking into account representations by the board of the offeree company, the revisions previously announced and the duration of the procedure”. O *Panel* tem assim o poder de “guilhotinar” (terminar) a oferta caso esta se prolongue excessivamente ou aplicar qualquer outro procedimento alternativo que seja convencionado entre os diferentes oferentes e administradores da sociedade visada. O legislador inglês decidiu consagrar o sistema de leilão como sistema de OPA com base em três argumentos fundamentais. Em primeiro lugar, ele concede a cada oferente a possibilidade de responder a qualquer revisão da oferta feita por um concorrente. Em segundo lugar, o processo de leilão é aberto e transparente e, como tal, menos propício à controvérsia do que as ofertas fechadas. Por último, o processo de leilão evita os inconvenientes das chamadas *formula offers*. Sobre as razões da consagração deste sistema, vide *Consultation Paper of THE PANEL ON TAKEOVERS AND MERGERS on Resolution of Competitive Situations*, Londres, 2001, p. 21). O ordenamento jurídico suíço consagrou uma solução similar. A *Übernahmekommission* tem a faculdade de determinar a duração máxima das diferentes ofertas e encurtar o período em que estas possam ser modificadas ou retiradas (§ 4 do artigo 47.º do *Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote*). Diferentemente, o legislador alemão não estabeleceu qualquer prazo para o lançamento de OPA concorrente, abrindo espaço para um sistema de leilão em que os diferentes concorrentes disputam entre si, de forma paritária e em igualdade de “armas”, a tomada e controlo da sociedade visada.

2. OBJECTO DA OFERTA

Outro dos requisitos legais para o lançamento de uma oferta concorrente é relativo ao objecto da oferta. Nos termos do artigo 185.º, n.º 4 do Cód.VM, “as ofertas concorrentes não podem incidir sobre quantidade de valores mobiliários inferior àquela que é objecto da oferta inicial”. O legislador exige que a oferta concorrente abranja todos os valores mobiliários da oferta inicial, admitindo, contudo, o alargamento daquela a outros valores mobiliários emitidos pela sociedade visada.

A *ratio* deste requisito radica, por um lado, na necessidade de evitar o lançamento de OPAs concorrentes que tenham por objectivo exclusivo a frustração da oferta inicial¹⁸, e, por outro, no intuito de assegurar que a oferta concorrente apresente, em termos objectivos, condições mais favoráveis (em particular ao nível contrapartida) do que a oferta inicial. Com efeito, o oferente concorrente teria enorme facilidade em oferecer uma contrapartida mais elevada se a sua oferta incidisse sobre um número menor de valores mobiliários¹⁹. Além disso, pretende-se não defraudar a expectativa de alienação das acções por parte dos destinatários da oferta que

adquiriram acções da sociedade visada após o anúncio preliminar da oferta inicial²⁰ pois, caso o objecto das OPAs concorrentes fosse inferior, aqueles poderiam não conseguir alienar as suas acções a este oferente que potencialmente teria melhores condições de sucesso (uma vez que a sua oferta, por ser a última, seria a que supostamente melhores condições económicas oferece). A protecção destes específicos destinatários prevalece sobre o interesse em potenciar a concorrência pela aquisição da sociedade visada.

No entanto, será que a *ratio* do preceito exige que o objecto tenha que ser sempre, pelo menos, igual ao da oferta inicial?

A questão não é exclusiva do objecto da oferta concorrente mas entronca na problemática geral dos requisitos de admissibilidade desta espécie oferta (*e.g.* condições, contrapartida e identidade do oferente). As soluções oferecidas para esta problemática no direito comparado oscilam entre a admissibilidade simples das ofertas concorrentes sem a sua sujeição a qualquer requisito objectivo, quer ao nível do objecto quer ao nível da contrapartida, como é o caso dos ordenamentos jurídicos inglês²¹, suíço²² e germânico²³, e a admissibilidade condicionada

18- Vide JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Ofertas Competidoras, Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) – Comentario sistemático del Real Decreto 1.187/1991*, vol. I, Centro de Documentación Bancaría y Bursátil, Madrid, 1993, p. 628.

19- Caso esta regra não existisse, um oferente concorrente, no âmbito por exemplo da OPA da Portugal Telecom, poderia apresentar uma oferta cuja contrapartida seria de €15, mas que incidisse apenas sobre metade das acções e valores mobiliários da empresa e realizar assim o mesmo esforço financeiro que o oferente inicial, mas com maior probabilidade de obter o controlo accionista da sociedade visada.

20- Os outros destinatários não saem prejudicados na medida em que já eram titulares das acções da sociedade visada, não as tendo adquirido na expectativa de as alienar na oferta entretanto preliminarmente anunciada. Contudo, poderia afirmar-se que os mesmos não alienaram as suas acções na expectativa de o fazerem depois no período de aceitação da oferta. Não parece que este “prejuízo” ou “interesse” deva sobrelevar sobre a concorrência pela aquisição da sociedade visada.

21- Em Inglaterra, o regime jurídico das ofertas concorrentes regula apenas aspectos processuais e procedimentais e o problema da igualdade de informação entre os oferentes. A opção legislativa foi expressamente tomada pelo *Code Committee of the Panel* no âmbito do processo de consulta da reforma do *City Code on Takeovers and Mergers*, onde defendeu ser desnecessário que a oferta concorrente representasse uma melhoria substancial do valor actual ou dos termos da oferta existente. O legislador inglês optou por não estabelecer requisitos legais ao objecto e contrapartida oferecida pela oferta concorrente por forma a potenciar a concorrência e disputa pela aquisição das sociedades, confiando na capacidade dos investidores para aferir sobre os termos e condições das ofertas apresentadas (*vide* PANEL ON TAKEOVERS AND MERGERS, *Consultation Paper. Resolution of Competitive Situations*, Londres, 2001).

22- Na Suíça, a *Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung – UEK, UEV-UEK)* (ou seja o Regulamento de 1997 sobre OPAs da Comissão de OPAs Suíça) estabelece no seu capítulo 10, sob a epígrafe *Konkurrierende Angebote*, um conjunto de regras sobre as OPAs concorrentes. O § 2 do artigo 47.º do *Verordnung über öffentliche Kaufangebot* limita-se a sujeitar as ofertas concorrentes ao regime geral das OPAs caso o contrário não resulte do regulamento sobre OPAs. O legislador suíço não fixou quaisquer requisitos de lançamento de OPA concorrente, nomeadamente ao nível do objecto, pelo que o oferente concorrente é livre de fixar o objecto da sua oferta.

23- Na Alemanha, a *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG*, isto é, a lei relativa à regulação das ofertas públicas de aquisição de valores e tomadas de controlo, não estabeleceu qualquer requisito quanto ao lançamento de ofertas concorrentes, em particular em relação ao objecto da oferta. A lei alemã abre campo para a liberdade de mercado e de lançamento de diferentes ofertas pelos respectivos interessados na tomada de controlo da sociedade visada, procurando estimular o lançamento de ofertas concorrentes e fazer face à ainda fraca relevância prática das OPAs em geral na Alemanha. Sobre este particular, *vide* HORST BRÜCHER/KLAUS-DIETER STEPHAN, *A Practitioner’s Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Germany, City & Financial Publishing*, 1997, p. 149-150.

ao preenchimento de determinados requisitos objectivos relativos ao objecto e/ou à contrapartida, como é o caso direito espanhol²⁴, italiano²⁵, francês²⁶ e belga²⁷.

O legislador português optou por esta última solução, exigindo como requisitos objectivos cumulativos: (i) objecto igual ou superior ao da oferta inicial; e (ii) aumento da contrapartida em 2% relativamente ao da oferta anterior (como adiante se analisará). Procurou-se, deste modo, proteger os accionistas da sociedade visada e afastar qualquer tipo de subjectivismos relacionados com a análise global da oferta para efeitos da determinação do seu carácter mais favorável. Julgo que a opção do legislador português, sendo, de um ponto de vista da segurança e previsibilidade do mercado, a que melhor serve os seus interesses, acaba por restringir em demasia a disputa pela aquisição da sociedade visada.

De iure consituendo, creio que se justifica a alteração do regime vigente nesta matéria através da flexibilização dos requisitos objectivos das ofertas concorrentes como forma de potenciar o seu lançamento²⁸ e de dinamizar o mercado bolsista português sem receio de prolongadas disputas “fratricidas” pelo controlo accionista da sociedade visada. Claro que a razão de ser da actual regulação radica também no favorecimento tendencial do oferente inicial que, no fundo, acaba por definir não só as regras base da sua oferta, mas também as das ofertas concorrentes. Tal favorecimento baseia-se na alegada necessidade de protecção da decisão de risco de lançamento inicial da oferta e nos custos, informativos e económicos, associados a tal decisão. Todavia, esse tratamento de favor não tem hoje fundamento, afirmando-se cada vez com mais intensidade o princípio da igualdade de tratamento entre os oferentes, inicial e concorrentes, e dos concorrentes entre si. Tem sido

24- Em Espanha, o artigo 33.º, alínea b) do *Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*, modificado pelos *Reales Decretos 437/1994, de 11 de marzo, 2590/1998, de 7 de diciembre, 1676/1999, de 29 de octubre e 1443/2001, de 21 de diciembre, 432/2003, de 11 de abril e pela Ley 6/2007, de 12 de abril* estabelece, entre outros requisitos, a obrigação da *oferta competidora* que “teniendo por objeto, al menos, el mismo número de valores que la última oferta precedente y siendo la contraprestación ofrecida, al menos, igual a la de la última oferta precedente, mejore esta, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida, bien extendiendo la oferta a un número de valores superior al de aquélla”. O legislador espanhol, apesar de analisar a oferta concorrente de um ponto de vista global para efeitos da determinação da melhoria do valor total oferecido (atendendo, como adiante veremos com detalhe, ao preço oferecido ou à quantidade objecto da oferta), exige que os valores mobiliários abrangidos pela oferta concorrente sejam, pelo menos, os mesmos que os da última oferta.

25- Em Itália, não existe uma disposição expressa sobre o objecto das ofertas concorrentes. Contudo, resulta, indirecta e implicitamente, do artigo 44.º, n.º 1 do *Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti* que o objecto da oferta concorrente tem de incidir, pelo menos, sobre os mesmos valores mobiliários da oferta inicial. De acordo com o referido preceito, “le offerte concorrenti e i rilanci sono ammessi se il corrispettivo globale per ciascuna categoria di strumenti finanziari interessata è superiore a quello dell’ultima offerta o rilancio o se comportano l’eliminazione di una condizione di efficacia. Per i rilanci non è ammessa la riduzione del quantitativo richiesto”. A admissibilidade de OPA concorrente está portanto sujeita a um dos seguintes requisitos: (i) contrapartida oferecida por cada um dos valores mobiliários superior ao da última oferta, ou (ii) eliminação de uma das condições de eficácia da oferta inicial. O aumento do valor da contrapartida tem que ser relativo a todos os valores mobiliários e, mesmo que não haja aumento da contrapartida por ter sido eliminada uma das condições da oferta, o valor da oferta concorrente não pode ser inferior ao da última oferta, pelo que os valores mobiliários abrangidos serão os mesmos.

26- Em França, o legislador atribuiu à *Autorité des Marchés Financiers* – abreviadamente “AMF” (anteriormente designada de *Conseil des Marchés Financiers*) – o poder de autorizar as ofertas concorrentes conquanto estas introduzam uma melhoria significativa das condições propostas aos titulares de valores mobiliários (artigo 232, 7, parágrafo 2.º do referido *Règlement Général de l’AMF*), sendo que a oferta concorrente será sempre aceite se o oferente reduzir a cláusula de sucesso prevista na oferta inicial e não modificar as demais condições da oferta inicial (parágrafo 3 da mesma norma). A lei francesa conferiu à AMF o poder de aquilatar, caso a caso, a melhoria efectiva da oferta concorrente. A solução é fruto da evolução do legislador no sentido da ampliação dos casos de admissibilidade das ofertas concorrentes e na consagração de um sistema de leilão. Antes o *Règlement Général de la CMF* exigia como requisito do lançamento de oferta concorrente a subida de 5% da contrapartida ou o aumento da quantidade de valores mobiliários abrangidos pela oferta (cfr. RAYMONDE VATINET, *Les defenses Anti-OPA*, in *Revue des Sociétés*, 105.º année, n.º IV-October-Décembre 1987, p. 526). Não há actualmente no direito francês, à semelhança do direito italiano, uma norma específica sobre o objecto da oferta, mas implicitamente, por força da melhoria das condições da nova oferta, esta deve ter por objecto os mesmos valores mobiliários.

27- Na Bélgica, o artigo 33 do *Arrêté Royal du 8 de Novembre 1989* sobre OPAs, alterado pelo *Arrêté Royal du 21 Avril 1999* que introduziu o actual regime de ofertas concorrentes, determina que o lançamento de qualquer oferta concorrente ou revisão da contrapartida tem que ser superior em 5% ao da última oferta (vide RAYMONDE VATINET, *L’arrêté royal du 21 Avril 1999: un simple toilettage de la réglementation sur les OPA?*, in *Revue Pratique des Sociétés*, 1999, p. 215 e ss.).

28- Foram lançadas até à presente data apenas três ofertas concorrentes em Portugal.

essa a evolução da legislação comunitária, do direito comparado e do próprio direito português que têm vindo a suavizar, ainda que lentamente, os requisitos objectivos de lançamento de ofertas concorrentes e o processo de disputa do controlo da sociedade visada, como aliás o demonstram a recente consagração mitigada do sistema de leilão.

A criação de um regime transitório intermédio entre a absoluta falta de regulamentação e o “quadrado” normativo fechado das ofertas concorrentes seria a solução mais adequada. Mais regulação não é sinónimo de melhor regulação. O carácter mais favorável da oferta concorrente deveria ser analisado de um ponto de vista global sem impor requisitos objectivos específicos, como a subida da contrapartida ou o aumento ou manutenção da quantidade de valores mobiliários objecto da oferta. No que concerne em particular ao objecto da oferta, o oferente concorrente deveria ter a possibilidade de lançar a oferta por uma quantidade inferior de valores mobiliários, desde que a mesma fosse melhorada, na sua globalidade, em relação à oferta inicial quer por força da subida da contrapartida quer por força do tipo de contrapartida oferecida. Claro que a melhor solução seria permitir o lançamento de qualquer tipo de oferta, mesmo que menos favorável, e assim potenciar a concorrência pelo controlo da sociedade visada, solução consagrada pelo direito inglês e germânico. Mas, atendendo à falta de profundidade e maturidade do mercado português, dos seus operadores e, particularmente, dos investidores, esta solução poderia provocar situações de decisão imponderada ou de erro face à panóplia de ofertas e à disparidade de argumentos financeiros, económicos, jurídicos, e até sociais, que cada oferta apresenta.

Ainda no âmbito da análise do artigo 185.º, n.º 4, suscita-se a questão de saber se as ofertas concorrentes têm que ter o mesmo objecto da última oferta lançada ou apenas o da oferta inicial.

De acordo com o elemento literal da lei – “objecto da oferta inicial” –, parecem não remanescer dúvidas de que o objecto a ter em conta, para efeitos do lançamento de OPA concorrente, é o da oferta inicial e não o das concorrentes com objecto mais amplo. Esta opção do legislador é de aplaudir (por facilitar o lançamento de OPA concorrente) e vem, no fundo, expressar o já referido (errado) tratamento de favor legal do oferente inicial que ainda é quem estabelece grande parte das regras de jogo nas OPAs. No entanto, tal opção vai contra o princípio quadro que norteou o legislador na definição dos requisitos de admissibilidade das ofertas concorrentes: o princípio da oferta mais favorável. Senão vejamos.

Nos termos do artigo 185.º, n.º 5 do Cód.VM, “a contrapartida da oferta concorrente deve ser superior à antecedente em pelo menos 2% do seu valor e não pode conter condições que a tornem menos favorável”. Ou seja, o legislador exige que a contrapartida de qualquer oferta concorrente seja superior em 2% face à antecedente e as suas condições não podem ser menos favoráveis que as da antecedente. Contudo, ao arrepio do referido princípio geral, permite o lançamento de ofertas concorrentes subsequentes desde que a quantidade de valores mobiliários seja inferior àquela que é objecto da oferta inicial. Assim, é possível que uma oferta concorrente seja menos favorável do que a oferta antecedente. Pense-se no seguinte exemplo: A lança uma OPA sobre 40% do capital social de

B, dividido em 50.000 acções, oferecendo €30 por acção; posteriormente, C lança uma OPA concorrente sobre 50% do capital de B, oferecendo €35 por acção; em seguida, D lança uma oferta concorrente sobre 40% do capital de B, oferecendo €40 por acção. Nesta situação, a oferta de D representa um esforço financeiro total inferior à oferta de C (€800.000 contra €875.000), sendo que o primeiro lançou a sua oferta num momento anterior. A oferta só será melhor para os accionistas que conseguirem vender a D, pois, uma vez alcançado o número máximo de valores mobiliários objecto da oferta, os demais accionistas ficariam sem beneficiar de tal melhoria, o que nos levará então a perguntar se a oferta de D foi efectivamente melhorada? Ou será que a lei portuguesa apenas atende à contrapartida e condições da oferta e já não ao seu objecto para determinar o carácter mais favorável?

A letra da lei (“objecto da oferta inicial”) e também a *ratio* específica do preceito (tratamento de favor do oferente inicial – que define as regras base da oferta) parecem admitir o lançamento de ofertas concorrentes com objecto inferior ao da OPA concorrente antecedente²⁹, podendo tal não consubstanciar, conforme se demonstrou, um tratamento global mais favorável dos accionistas da sociedade visada. Esta solução parece ser contrária ao princípio geral fundador do instituto das ofertas concorrentes: o tratamento mais favorável dos accionistas da sociedade visada³⁰.

De lege lata, esta situação é, de facto, contrária ao espírito do regime das OPAs concorrentes, mas já incorpora a evolução que se tem verificado na legislação portuguesa ao nível desta temática operada pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 Novembro que veio flexibilizar os requisitos objectivos de lançamento da oferta e potenciar a disputa pela aquisição da sociedade visada.

De lege ferenda, julgo que o legislador deverá alargar a flexibilidade, consagrada para o objecto das OPAs concorrentes, a outros elementos da oferta, em particular à contrapartida e às condições³¹.

Por último, urge fazer uma breve referência ao disposto no n.º 3, do artigo 173.º, do Cód.VM, que determina que “à oferta pública de aquisição lançada apenas sobre valores mobiliários que não sejam acções ou valores mobiliários que conferem direito à sua subscrição ou aquisição não se aplicam as regras relativas ao anúncio preliminar, aos deveres de informação sobre transacções efectuadas, aos deveres do emitente, à oferta concorrente e à oferta pública de aquisição obrigatória”³².

A *ratio* desta norma radica no facto daquele tipo de ofertas não implicarem a tomada de controlo da sociedade visada. A OPA é um instrumento de concentração empresarial, um mecanismo dirigido fundamentalmente à aquisição do domínio de uma determinada

29- Em sentido contrário, vide HUGO MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 94.

30- E não se diga que o artigo 185.º, n.º 5 *in fine* resolve a questão ao exigir que a oferta concorrente não pode conter “condições que a tornem menos favorável”. Esta interpretação desconsideraria a distinção entre objecto (quantidade e espécie de valores mobiliários abrangidos pela oferta) e condições (*maxime* cláusulas de sucesso) da oferta. Seguindo o exemplo acima apresentado, D poderia lançar a sua oferta com a mesma cláusula de sucesso de C (suponhamos 30%) mas com objecto menor (10%), respeitando assim o disposto no artigo 185, n.ºs 5 e 6.

31- Vide Título I. Regime Jurídico da OPA Concorrente, Capítulo A) Requisitos do Lançamento, Secção 4. e 5. Contrapartida e Condições respectivamente *infra*.

32- Antes da entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 Novembro, o mesmo artigo consagrava uma excepção à regra geral nela contida. A CMVM podia através de regulamento dispor diversamente em relação aos valores mobiliários elencados no número 2 do artigo 1.º do Cód.VM com vista à defesa do mercado ou à adequada protecção dos investidores. Contudo, a CMVM nunca estabeleceu em regulamento qualquer excepção à não aplicação das regras referidas no artigo 173.º caso a oferta pública de aquisição fosse lançada apenas sobre valores mobiliários que não sejam acções ou valores mobiliários que conferem direito à sua subscrição ou aquisição. Assim, foi com naturalidade que a recente alteração do regime das OPAs veio suprimir a parte final do n.º 3 do artigo 173.º, cuja aplicabilidade prática era nula.

sociedade e grande parte das suas normas tem como pano de fundo esse objectivo principal, pilar fundador deste instituto jurídico. Quando a OPA não se destina à aquisição do controlo da sociedade visada, parte substancial daquelas normas perde a razão de ser da sua aplicação, em particular as regras sobre ofertas concorrentes. Estas foram pensadas para a disputa do controlo accionista que deve ter por base/limites mínimos os fixados pelo oferente inicial, nomeadamente no que diz respeito ao objecto, condições e contrapartida, e que deve ocorrer segundo uma ordem, regras e prazos específicos por forma a permitir aos destinatários aferir da oferta que melhor serve os seus interesses, aceitando a mudança de controlo accionista daí decorrente e optando pela “saída” da sociedade visada (ou pela permanência ainda que com uma posição inferior)³³.

3. OFERENTE

O artigo 185.º, n.º 3 do Cód.VM dispõe que “não podem lançar uma oferta concorrente as pessoas que estejam com o oferente inicial ou com oferente concorrente anterior em algumas das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º (...)”, limitando, por conseguinte, o leque de entidades que estão legitimadas a lançar uma OPA concorrente.

O *telos* do actual artigo 185.º, n.º 3 funda-se não só na necessidade de evitar uma revisão encapotada da oferta, tal como postulavam AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA e RAÚL VENTURA GARCIA à luz do Código do Mercado de Valores Mobiliários³⁴, mas também no intuito de assegurar a transparência e bom funcionamento do processo de OPA, uma vez que, para os accionistas, em particular para os pequenos investidores da sociedade visada, seria confuso, pouco claro e destituído de sentido que a mesma pessoa, singular ou colectiva, estivesse, de forma directa e indirecta, a avaliar a empresa por valores absolutamente díspares. Solução diversa poderia conduzir os accionistas à tomada de decisões pouco esclarecidas e informadas, pois o grau de ligação entre as pessoas (singulares ou colectivas) é de tal ordem que a oferta é vista como sendo lançada pela mesma pessoa (ainda que de facto não o seja). Além disso, a possibilidade de lançamento de oferta concorrente por parte desses oferentes nada acrescenta ao nível da concorrência no processo de OPA.

Apesar destes argumentos serem muito ponderosos, a verdade é que, conforme se constatará, há casos de imputação de direitos de voto previstos no artigo 20.º do Cód.VM que não justificam uma proibição de lançamento de oferta

33- Fazendo um breve excuro histórico pela evolução do objecto das OPAs, é possível constatar que o nosso legislador admitiu desde sempre o lançamento de ofertas públicas de aquisição, mesmo quando estas não se destinavam à aquisição do controlo da sociedade visada. Antes da entrada em vigor do Código do Mercado de Valores Mobiliários, o Código das Sociedades Comerciais permitia a existência de OPAs sobre acções preferenciais sem voto e não fixava um limite mínimo de aquisição de capital social. Posteriormente, o Código do Mercado de Valores Mobiliários estabeleceu um requisito relativo ao objecto da oferta – 5% do capital social com direito de voto –, o que, contudo, não era suficiente, em circunstâncias normais, para a tomada de controlo pelo que a OPA poderia ser lançada sem ter tal finalidade. O artigo 42.º, n.º 1 do Regulamento da CMVM n.º 19/2000 sobre Ofertas e Emitentes, manteve aquele limite de 5% do capital social (já depois da entrada em vigor do Cód.VM). O novo Regulamento da CMVM n.º 3/2006 sobre Ofertas e Emitentes, que revogou o anterior Regulamento n.º 19/2000, não estabeleceu um limite mínimo. É, portanto, hoje possível o lançamento de uma OPA sobre qualquer tipo de valores mobiliários, mesmo sobre valores que não atribuem direitos de voto aos seus titulares, podendo, por isso, a oferta não se destinar à aquisição do controlo da sociedade e que não estão abrangidos pelo artigo 173.º, n.º 3. Assim sendo, talvez se justificasse a extensão da regra prevista no número 3 do artigo 173.º aos demais casos em que não está em causa a aquisição do controlo da sociedade visada, apesar de não se incluírem no tipo de ofertas previsto nesse preceito. Contudo, essa solução levanta alguns problemas resultantes da dificuldade de delimitação dos casos em que está em causa a aquisição do controlo accionista, até porque tal controlo pode ser obtido *a posteriori* (e.g. acordo parassocial). A questão é complexa e creio que a postura mais conservadora do legislador se justifica plenamente, mesmo que acabe por dar lugar à aplicação de normas restritivas sobre ofertas concorrentes a casos em que não há concorrência pela aquisição da sociedade visada.

34- O Código do Mercado dos Valores Mobiliários consagrava uma idêntica proibição no seu artigo 561.º, n.º 3. De acordo com este preceito, “as pessoas que actuem em concertação, ou como mandatários de qualquer dos oferentes anteriores, não podem lançar uma oferta concorrente”, salvo autorização devidamente fundamentada a conceder pela CMVM em casos excepcionais. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA defendia que o fundamento da proibição do anterior código radicava, por um lado, no facto deste tipo de ofertas “só aparentemente serem ofertas concorrentes” e, por outro lado, na possibilidade de tais ofertas consubstanciarem uma revisão “encapotada” da oferta sobretudo quando a utilização desse mecanismo legal já não é admissível (cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *ob. cit.*, p. 274). Neste sentido, *vide* também RAUL VENTURA GARCIA, *ob. cit.*, p. 292. JOSÉ MIGUEL JÚDICE, MARIA LUÍSA ANTAS, ANTÓNIO ARTUR FERREIRA e JORGE BRITO PEREIRA afirmavam que, caso esta proibição não existisse, estariam abertas “as portas para a manipulação de condições concorrenciais, visto que, pelo menos, dois dos oferentes não estariam a obedecer às regras básicas de actuação no mercado, com eventuais prejuízos para outros eventuais oferentes” (cfr. JOSÉ MIGUEL JÚDICE, MARIA LUÍSA ANTAS, ANTÓNIO ARTUR FERREIRA, JORGE BRITO PEREIRA, *Ofertas Públicas de Aquisição, Legislação Comentada*, Semanário Económico, 1992, p. 172).

concorrente por parte de uma pessoa que esteja em relação de imputação com o oferente inicial. Por outro lado, a CMVM só pode autorizar o lançamento da OPA concorrente nos casos em que “a situação que determina a imputação de direitos de voto cesse antes do registo da oferta” (artigo 185.º, n.º 3 *in fine*), o que não permite ao regulador corrigir as injustiças da aplicação “cega” do preceito em causa³⁵. Imagine-se o seguinte exemplo: os direitos de voto de A na sociedade B estão imputados a C por força de uma opção de compra a favor desta última; A decide lançar uma OPA sobre D que é concorrente de C e cuja quota de mercado interessa a C; será que C pode lançar uma OPA concorrente sobre D? E se a OPA de A fosse sobre B, poderia C lançar também uma OPA concorrente?³⁶

O elemento literal da lei não resolve esta questão, pois contém uma referência geral às situações de imputação do artigo 20.º. No entanto, julgo que o artigo 185.º, n.º 3 não se pode aplicar desde logo aos casos em que a imputação entre os oferentes (inicial e potencial concorrente) é relativa a direitos de voto de outra sociedade que não a sociedade visada (no exemplo acima referido, C poderia então lançar OPA concorrente sobre D), excepto se a imputação disser respeito à existência de uma

relação de domínio ou de grupo. Por outro lado, e atendendo a teleologia do artigo 185.º n.º 3, a imputação de direitos de voto só pode conduzir à proibição de lançamento de OPA concorrente quando haja lugar a uma concertação de actuação entre os oferentes relativa às respectivas ofertas sobre a sociedade visada. Não se justifica, por isso, exigir o fim da imputação de direitos de voto (no caso em apreço, a opção de compra) quando tal imputação não configura uma coordenação de actuação para aquisição da sociedade visada³⁷, devendo a CMVM ter o poder de autorizar o lançamento de oferta concorrente nessas situações. O *telos* do preceito assim o exige, uma vez que, não sendo possível, nestes casos, haver uma revisão encapotada do preço ou uma falta de transparência no processo de OPA que conduza a decisões pouco esclarecidas dos accionistas, não se verifica o *telos* da proibição em causa (no exemplo em análise, C poderia lançar OPA concorrente sobre B, pois não existe concertação entre os oferentes, visando cada qual alcançar objectivos muito distintos e de sentido contrário).

Em conclusão, o artigo 185.º, n.º 3 deve ser objecto de uma interpretação restritiva de forma a excluir os casos de imputação de direitos de voto que não consubstanciem uma actuação concertada entre os oferentes³⁸. O legislador

35 - O anterior Código do Mercado de Valores Mobiliários consagrava uma excepção mais flexível e ampla ao habilitar a CMVM a autorizar o lançamento de ofertas concorrentes por pessoas que actuassem em concertação com o oferente desde que a autorização fosse devidamente fundamentada e concedida apenas em casos excepcionais. Antes da entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro e do Regulamento da CMVM 3/2006 sobre Ofertas e Emitentes, o artigo 45.º, n.º 2 do Regulamento da CMVM 10/2000, sobre Ofertas e Emitentes consagrava uma regra semelhante, ao conferir à CMVM o poder de autorizar o lançamento de ofertas concorrentes por oferente em situação de imputação de direitos de voto em casos excepcionais devidamente justificados. Estas excepções à proibição geral eram, como se referiu, mais flexíveis, apesar de serem mais subjectivas estando o oferente sujeito à discricionariedade da CMVM que não pré-fixava o quadro das situações em que lhe era possível autorizar, naqueles casos, o lançamento da oferta concorrente. Diferentemente, HUGO MOREDO DOS SANTOS considera que a “permissão com contornos tão indefinidos como os antes contemplados no art. 45.º, n.º 3 do R 10/2000 parecia gerador de incerteza, uma vez que se deslocava para a CMVM a responsabilidade de, em pleno processo de anúncio, registo e lançamento da oferta, aplicar a excepção às regras (gerais) do jogo regulamentarmente consagradas” (cfr. HUGO MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 121 e 122).

36 - A questão é pertinentemente levantada por JOÃO SOARES DA SILVA a propósito dos problemas suscitados pela “zona de funcionalidade de *terceiro grau* da técnica de imputação de direitos de voto”. O autor defende, como “orientação geral”, que aquela “zona de terceiro grau”, na qual se insere o artigo 185.º, n.º 3 do Cód.VM, abrange, pelo menos, “as pessoas a respeito das quais a *causa de imputação ao participante/oferente seja predominantemente subjectiva*, devendo entender-se não serem esses efeitos jurídicos aplicáveis, por regra, nos casos em que a imputação é predominantemente objectiva”, considerando estar incluídas no primeiro caso “seguramente” as pessoas abrangidas pelas “alíneas c) e h) do n.º 1 do artigo 20.º” e “provavelmente” as referidas nas “alíneas b) e d)” do mesmo artigo (cfr. JOÃO SOARES DA SILVA, *Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 26, Abril, 2007, pág. 56 a 58).

37 - O “ónus” da prova da inexistência de concertação estará naturalmente do lado do potencial oferente concorrente.

38 - Não concordamos, portanto, com a “orientação geral” defendida por JOÃO SOARES DA SILVA, mas, verdade seja feita, o autor apenas se pronuncia de uma forma geral sobre a “zona de terceiro grau” da técnica de imputação de direitos de voto na sua globalidade (na qual se incluí o artigo 185.º, n.º 3 do Cód.VM) e não sobre este artigo em específico.

procurou alargar e objectivar mais as situações de proibição de lançamento de ofertas concorrentes por determinados oferentes (recorrendo ao instituto da imputação de direitos de voto), mas acabou por, deste modo, estender o âmbito de aplicação da proibição a casos não abrangidos pela sua teleologia³⁹.

Ainda em relação ao requisito subjectivo do lançamento de OPA concorrente, há uma problemática que, apesar de não ser exclusiva do tema das ofertas concorrentes (pois também se coloca a propósito das ofertas iniciais), ganha particular importância neste domínio que é a substituição do oferente ou o alargamento do número de oferentes.

A lei não regula o tema e não existe, até ao momento, um entendimento da CMVM sobre o mesmo.

Julgo que, em primeiro lugar, é necessário distinguir entre dois momentos determinantes do processo de OPA: a publicação do anúncio preliminar e o registo da OPA. Com efeito, após o registo da OPA, as possibilidades de alteração dos termos da oferta, nomeadamente a substituição ou alargamento do número de oferentes, limitam-se aos casos muito estritos do artigo

128.º do Cód.VM. Já no período que medeia entre a publicação do anúncio preliminar e o registo da OPA, será possível alterar os termos da oferta conquanto a oferta não apresente condições menos favoráveis para os destinatários do que as constantes desse anúncio (artigo 175.º, n.º 2 alínea a)). Neste âmbito, e quanto à substituição do oferente, PAULO CÂMARA parece recusá-la ao referir que ela está expressamente prevista apenas no contexto próprio das ofertas obrigatórias⁴⁰. Já quanto ao alargamento do número de oferentes, o autor considera ser “comparativamente hipótese menos problemática, na medida em que se reforça a garantia patrimonial ligada ao pagamento da contrapartida”, embora admitindo que a questão possa ser mais complexa, “caso os objectivos dos novos oferentes sejam diversos dos do oferente inicial”⁴¹.

Creio que a orientação perfilhada por PAULO CÂMARA é correcta mas carece de ser densificada.

Quanto à substituição do oferente concorrente, esta deve ser unicamente admitida quando o oferente substituto seja uma sociedade em relação de domínio ou de grupo e desde que os objectivos da oferta se mantenham e a garantia

39- Neste sentido, o direito espanhol proíbe o lançamento de ofertas concorrentes por pessoas que actuem de forma concertada com o oferente ou pertençam ao mesmo grupo, e ainda aquelas que de forma directa ou indirecta actuem por conta dele (artigo 32.º, n.º 2 do *Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*, modificado pelos *Reales Decretos 437/1994, de 11 de marzo, 2590/1998, de 7 de diciembre, 1676/1999, de 29 de octubre e 1443/2001, de 21 de diciembre, 432/2003, de 11 de abril e pela Ley 6/2007, de 12 de abril*). CARLOS DE CARDENAS SMITH defende que com este preceito “se quieren evitar (...) prácticas utilizadas en el pasado consistentes en utilizar una sociedad filial o del grupo de la sociedad afectada para que formule una OPA competidora además sobre su matriz. Una práctica semejante contravendría, además, la LSA, en lo que se refiere a negocios sobre las propias acciones (adquisición de autocartera)” (vide CARLOS DE CARDENAS SMITH, *Regimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*, Editorial Civitas, S.A., p. 141). O direito italiano, francês, anglo-saxónico e suíço não estabelecem requisitos subjectivos ao lançamento de ofertas concorrentes podendo estas ser lançadas por qualquer oferente independentemente da existência de uma relação de concertação ou de imputação de direitos de voto com o oferente inicial. Já na Alemanha é muito discutida a admissibilidade das chamadas ofertas alternativas. As ofertas alternativas são ofertas em que um oferente, que tem já pendente uma oferta sobre determinados valores mobiliários da sociedade visada, decide lançar, por si ou em concertação com um terceiro, outra oferta públicas de aquisição sobre os mesmos valores mobiliários. Uma parte da doutrina alemã defende que estas são admissíveis pois não existe qualquer proibição relativa ao lançamento deste tipo de ofertas (neste sentido, vide DIEKMAN, in *Baums/Thoma, Loseblatt*, § 21 WpÜG, p. 9; HASSELBACH, in *Kölnkomm/WpÜG*, 2002, § 21 WpÜG p. 14), enquanto que outra parte da doutrina alemã nega tal admissibilidade, uma vez que esta possibilitaria o contornar as regras sobre alteração da oferta e respectivas limitações (neste sentido, vide WACKERBARTH, in *MünchKommAktG*, 2.ª edição, 2004, § 22 WpÜG, p. 5). Diferentemente, CHRISTOPH ROTHENFUSSER, ULRIKE FRIESE-DORMANN e NORBERT RIEGER defendem que aquela admissibilidade tem que ser negada caso não seja possível efectuar qualquer alteração da oferta por força da proibição de aquisições paralelas nos termos do § 31 (4) da WpÜG (cfr. CHRISTOPH ROTHENFUSSER/ULRIKE FRIESE-DORMANN/NORBERT RIEGER, *Rechtsprobleme konkurrierender Übernahmeangebote nach dem WpÜG*, in *Die Aktiengesellschaft*, Heft 5/2007, 52, p. 156).

40- Apesar de não excluir em absoluto a admissibilidade da substituição do oferente, o autor refere que “é menos claro” quando comparado com a supressão de condições ou alargamento do objecto da oferta que possa haver “uma substituição do oferente” à luz do artigo 175.º, n.º 2 alínea a) do Cód.VM (vide PAULO CÂMARA, *Direito dos Valores Mobiliários – Versão Provisória Exclusiva para Alunos do 5.º Ano da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, (Ano 200 – 2001), p. 201).

41- Cfr. PAULO CÂMARA, *ob. cit.* p. 201.

da oferta esteja devidamente assegurada. Nestes casos, a substituição pode justificar-se por razões de ordem fiscal, de estruturação societária ou de financiamento da operação que o oferente não pôde analisar com detença antes da publicação do anúncio preliminar da sua oferta, sobretudo face aos “apertados” prazos legais. Fora estas situações, a possibilidade de substituição deve ser negada sob pena de a oferta lançada ser uma “nova” oferta face à preliminarmente anunciada, havendo uma desconsideração total pelo princípio da estabilidade da oferta.

Por sua vez, o alargamento do número de oferentes deve ser, por norma, admitido não tanto por a garantia patrimonial sair reforçada⁴² (embora este seja um argumento válido), mas porque a oferta não contém condições menos favoráveis (artigo 175.º, n.º 2 alínea a)) e a dinâmica do processo de OPA exige esta flexibilidade regulatória. A existência de objectivos diferentes dos novos oferentes será, na maioria dos casos, uma falsa questão. Na verdade, apesar de o artigo 176.º, n.º 1, alínea g), exigir uma enunciação sumária dos objectivos do oferente, designadamente quanto à continuidade ou modificação da actividade empresarial da sociedade visada e de sociedades que com esta estejam em relação de domínio ou de grupo, a verdade é cada um dos oferentes não pode ter um plano próprio para a sociedade visada, só se deve, portanto, falar nos objectivos da oferta.

Assim é preciso determinar se a alteração dos objectivos da oferta, fruto da entrada de novos oferentes, torna a oferta menos favorável para os respectivos destinatários. A questão assume um carácter quase meramente subjectivo, porque, para os destinatários que pretendem vender as suas acções, não há, objectivamente, um prejuízo real uma vez que eles não queriam ficar na sociedade e, conseqüentemente, o seu destino é-lhes indiferente⁴³. O carácter menos favorável de teor eminentemente subjectivo está, na maioria dos casos, relacionado com a nacionalidade do oferente ou com o facto de ser um concorrente de mercado. Ora, essas considerações só podem sobrelevar na análise do carácter menos favorável da oferta se houver uma mudança concreta substancial dos objectivos da oferta que envolva uma perda de valor da sociedade visada. Enquadram-se nestas situações os casos de *squeeze-out* (artigo 194.º e ss.) ou processos de perda da qualidade de sociedade aberta daquela sociedade visada ou de outra em relação de domínio ou de grupo com esta, cujo valor seja substancial no balanço consolidado daquela ou mesmo a separação ou desmantelamento dos respectivos sectores de actividade através de *spin-offs* ou da venda de activos importantes. Caso a mudança substancial dos objectivos não implique aquela perda de valor (isto é, se os novos oferentes não querem, ao contrário do inicial, realizar algum dos actos acima referidos), será difícil sustentar que a oferta é menos favorável que a anterior para efeitos do artigo 175.º, n.º 2, a)).

42- Se os novos oferentes estiverem em relação de domínio ou de grupo com o oferente inicial não haverá, na prática, um reforço da garantia patrimonial, mas o alargamento pode justificar-se por razões de natureza fiscal, societária ou mesmo contabilística.

43- Contudo, pode argumentar-se que os novos objectivos tornam mais difícil o sucesso da oferta pois os destinatários dificilmente aceitarão uma oferta que apresente aquelas intenções, pelo que objectivamente haveria um prejuízo para os destinatários que queriam vender.

4. CONTRAPARTIDA

A contrapartida da oferta concorrente deve ser superior à antecedente em pelo menos 2% do seu valor (artigo 185.º, n.º 5 primeira parte do Cód.VM).

O Código de Mercado de Valores Mobiliários apresentava maior flexibilidade em relação à melhoria das condições da oferta (face ao Cód.VM), ao não pré-fixar a contrapartida como condição mais favorável e não pré-determinar o valor mínimo do seu aumento⁴⁴. No entanto, tal flexibilidade provocava, segundo AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, uma situação de “difícil resolução”⁴⁵. Os alegados subjectivismo e dificuldades provocados pelo preceito não justificavam a solução objectiva pré-concebida do artigo 185.º, n.º 5, que estabelecia inicialmente uma subida obrigatória da contrapartida no valor de 5% e que agora, após a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, diminuiu aquele valor para os 2%. Com efeito, esta diminuição não resolveu os referidos problemas que as ofertas de troca colocam em relação ao aumento da contrapartida pelas ofertas concorrentes, porque, caso a

oferta inicial seja uma OPA de troca, não será possível recorrer ao critério do artigo 185.º, n.º 5 para determinar o carácter mais favorável da contrapartida. Acresce que a eliminação do aumento da quantidade de valores mobiliários objecto da oferta, como critério objectivo de subida da contrapartida pelas ofertas concorrentes, também não acudiu a quaisquer dificuldades práticas que a solução do Código do Mercado de Valores Mobiliários suscitava. Por último, apesar da contrapartida ser, sem dúvida, um dos elementos mais importantes da oferta, as condições mais favoráveis desta não se reconduzem exclusivamente a ela. As recentes OPAs lançadas no mercado de capitais portugueses demonstram que a remuneração alternativa dos accionistas, quer através dos mecanismos normais (*e. g.* distribuição de dividendos) quer através de formas mais sofisticadas (*e. g.* *spin-off* de alguns dos activos ou sociedades do grupo da sociedade visada, programas de *share and buy back*), é um elemento ponderoso da decisão dos destinatários.

Na análise de direito comparado, é possível encontrar duas formas diferentes de regular a questão da contrapartida das ofertas concorrentes. Nos países anglo-saxónicos⁴⁶, na Suíça⁴⁷ e

44- O antigo n.º 3 do artigo 185.º do Cód.VM exigia que a contrapartida da oferta concorrente fosse superior em, pelo menos, 5% do seu valor. O Código de Mercado de Valores Mobiliários e o Regulamento n.º 91/4 da CMVM distinguiam entre dois tipos de situações: (a) “se a concorrência entre a nova oferta e as anteriores respeitar apenas à contrapartida, o valor desta terá de ser superior em, pelo menos, 5% ao da contrapartida proposta em qualquer das ofertas precedentes que se encontrem em vigor” (artigo 562.º, n.º 2 do Código de Mercado de Valores Mobiliários); (b) “se a concorrência entre a nova oferta e as anteriores respeitar apenas à quantidade de valores mobiliários que o oferente se propõe adquirir, a quantidade de valores a adquirir terá de ser pelo menos superior em 20% à quantidade mais elevada cuja aquisição é proposta em qualquer das ofertas precedentes que se encontrem em vigor”. Cumpre referir que não eram consideradas mais favoráveis as ofertas concorrentes que se propusessem adquirir uma quantidade superior de valores mobiliários mas oferecessem contrapartida inferior às ofertas anteriores ainda em vigor (n.º 7, alínea b) do referido regulamento), bem como as que, apesar de oferecerem uma contrapartida superior, incidissem sobre uma quantidade de valores mobiliários menor que as anteriores ainda em vigor (n.º 8 do mesmo regulamento).

45- Cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *ob. cit.*, p. 276.

46- Em Inglaterra, o legislador apenas regula aspectos processuais e procedimentais das ofertas concorrentes, como já se *supra* se referiu. O *Code Committee of the Panel* considerou, no âmbito do processo de consulta da reforma do *City Code on Takeovers and Mergers*, que a oferta concorrente não tinha de representar uma melhoria substancial do valor actual ou dos termos da oferta existente. O legislador inglês não estabeleceu quaisquer condições para o lançamento de oferta concorrente ao nível da contrapartida. A possibilidade de nenhuma das ofertas ter sucesso por apresentarem as mesmas condições e contrapartida não foi vista como um risco. Confiou-se ao mercado, e em particular aos investidores, a decisão sobre a melhoria da oferta, sendo estes que, em total liberdade, melhor saberá defender os seus próprios interesses sem necessidade de qualquer tutela paternalista (*vide Panel on Takeovers and Mergers, Consultation Paper. Resolution of Competitive Situations*, Londres, 2001).

47- O § 2 do artigo 47.º do *Verordnung über öffentliche Kaufangebot* determina que “sofern in diesem Kapitel nicht Ausnahmen vorgesehen werden, unterliegt das konkurrierende Angebote allen Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote”. Ou seja, as ofertas concorrentes estão sujeitas ao regime geral das OPAs caso o contrário não resulte do regulamento sobre OPAs. O legislador suíço não fixou, portanto, quaisquer requisitos ao nível da contrapartida para o lançamento de OPA concorrente pelo que o oferente concorrente é livre de fixar a contrapartida que reputa justa. Neste sentido, o § 3 do artigo 47.º do *Verordnung über öffentliche Kaufangebot* determina que “die Empfänger der Angebote müssen, ungeachtet der Reihenfolge der Veröffentlichung, zwischen den verschiedenen Angeboten frei wählen können”. Isto é, os destinatários da oferta têm total liberdade de escolha da oferta independentemente da ordem temporal de publicação destas. Pretende-se deste modo assegurar a liberdade dos accionistas, confiando-lhes a decisão ponderada sobre qual das ofertas melhor satisfaz os seus interesses independentemente destes serem de índole económica, social, pessoal, política, nacional, ética ou até desportiva.

na Alemanha⁴⁸, não se estabelece qualquer requisito de lançamento de oferta concorrente relativo à contrapartida, confiando-se ao mercado e em particular aos investidores, a liberdade de discernimento sobre qual das ofertas melhor satisfaz os seus interesses. Diferentemente, na Espanha⁴⁹, em França⁵⁰ e em Itália⁵¹, a subida da contrapartida não é um requisito obrigatório do lançamento de oferta concorrente, mas é um

dos critérios pré-fixados pela lei (que, por vezes, também fixa o aumento mínimo da mesma) para aferir da melhoria da oferta, sendo esta analisada em termos globais.

O ordenamento português apresenta assim em termos comparativos com os ordenamentos jurídicos analisados, o regime mais restritivo de lançamento de oferta concorrente. A alegada

48- O artigo 22.º da WpÜG, sob a epígrafe *Konkurrierende Angebote* (ofertas concorrentes) não estabelece qualquer requisito quanto ao lançamento de ofertas concorrentes, em particular no que concerne à contrapartida da oferta, limita-se a definir o conceito de OPA concorrente, a fixar o seu prazo e conferir o direito de revogação das aceitação já dadas pelos destinatários à oferta anterior. A lei alemã abre campo para a liberdade de mercado e de lançamento de diferentes ofertas pelos respectivos interessados na tomada de controlo da sociedade visada, procurando estimular o instituto das ofertas concorrentes e fazer face à ainda fraca relevância prática das OPAs na Alemanha. Sobre este particular, vide HORST BRÜCHER/KLAUS-DIETER STEPHAN, *ob. cit.*, p. 149-150.

49- O legislador espanhol consagrou uma solução flexível que, de um ponto de vista material, se limita a exigir uma melhoria da oferta anterior em termos globais (cfr. JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *ob. cit.*, p. 177). O direito espanhol apresenta três cenários possíveis no lançamento de oferta concorrente: (i) subida do preço ou valor da contrapartida; (ii) aumento da quantidade de valores mobiliários objecto da oferta; ou (iii) melhoria de quaisquer condições ou elementos da oferta conquanto seja apresentado um relatório de um perito independente que comprove que a nova oferta melhora a antecedente. Desde 2003 que o legislador espanhol abriu as portas (ainda que não de forma total e absoluta como nos países anglo-saxónicos e germânico) ao sistema de leilão, simplificando os requisitos para o lançamento de oferta concorrente. É, por isso, natural que, aquando da transposição da directiva europeia sobre OPAs, não tenha havido uma alteração das regras vigentes. O legislador espanhol nem sempre consagrou uma solução tão flexível quanto a actual. Antes da reforma de 2003 da lei das OPAs, o artigo 33.º alínea c) pré-fixava o montante mínimo de aumento da contrapartida e da quantidade de valores mobiliários abrangidos pela oferta em 5% em relação à oferta antecedente. Por outro lado, antes da entrada em vigor do *Real Decreto 1676/1999, de 29 de Outubro*, a alínea c) do mesmo preceito determinava que a contraprestação tinha de ser sempre efectuada em dinheiro. É notória a evolução do direito espanhol no sentido de ampliar e flexibilizar os requisitos de melhoria da oferta concorrente de forma a potenciar a concorrência pela tomada de controlo da sociedade visada e criar as condições para um verdadeiro sistema de leilão. Neste sentido, o preâmbulo do *Real Decreto 1676/1999, de 29 de Outubro* referia que “la rigidez que fundamentó el régimen de de las ofertas competidoras, y, en especial, la limitación a que la contrapartida fuera únicamente en efectivo, frena sin lugar a dudas, y sin mucha justificación, las posibilidades de reacción ante una oferta pública de adquisición”. Por sua vez, o n.º 5 do preâmbulo do *Real Decreto de 423/2003, de 11 de Abril* apresentava como um dos seus objectivos principais “extender las posibilidades de mejorar la oferta en las OPA competidoras, favoreciendo que los accionistas minoritarios se beneficien siempre de los mejores precios” e afirmava ainda que “se abre un período de subasta (...) todos los oferentes pueden presentar en sobre cerrado una mejora del precio o bien extender la oferta a un número mayor de valores”. A própria doutrina espanhola era muito crítica das soluções iniciais da legislação sobre OPAs concorrentes. (cfr. JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *ob. cit.*, p. 183; JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *Novedades en el régimen legal de las OPAs, Expansión*, 5-II-1999, p. 62-63; CARLOS DE CARDENAS SMITH, *ob. cit.*, p. 140; FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. Y DE CARLOS, *El Derecho del Mercado Financiero*, Ed. Civitas, Madrid, 1992).

50- Em França, o legislador fixou como requisito de lançamento de oferta concorrente o aumento mínimo de 2% da oferta concorrente em relação à última oferta ou aumento de contrapartida (artigo 232, 7, parágrafo 1.º do *Règlement Général de l'AMF*). Todavia, a lei atribuiu à AMF o poder de autorizar as ofertas concorrentes conquanto estas introduzam uma melhoria significativa das condições propostas aos titulares de valores mobiliários (artigo 232, 7, parágrafo 2.º do referido regulamento) ou, em alternativa, reduzam a cláusula de sucesso prevista na oferta inicial e não modifiquem as demais condições da oferta inicial (parágrafo 3 da mesma norma). A lei francesa conferiu à AMF o poder de aquilatar, caso a caso, a melhoria efectiva da oferta concorrente. Esta solução é fruto da evolução do legislador no sentido da ampliação dos casos de admissibilidade das ofertas concorrentes e na consagração de um sistema de leilão. Com efeito, o antigo Regulamento da CMF exigia como requisito do lançamento de oferta concorrente um aumento de 5% da contrapartida ou da quantidade de valores mobiliários abrangidos pela oferta (cfr. RAYMONDE VATINET, *Les défenses Anti-OPA*, in *Revue des Sociétés*, 105.º année, n.º IV-October-Décembre 1987, p. 526).

51- Em Itália, a admissibilidade de OPA concorrente está, portanto, sujeita a um dos seguintes requisitos alternativos: (i) a contrapartida oferecida por cada um dos valores mobiliários tem que ser superior ao da última oferta, ou (ii) a eliminação de uma das condições de eficácia da oferta inicial. Convém referir que o aumento do valor da contrapartida tem que ser relativo a todos os valores mobiliários e, mesmo que não haja aumento da contrapartida por ter sido eliminada uma das condições da oferta, o valor da oferta concorrente não pode ser inferior ao da última oferta, pelo que os valores mobiliários abrangidos serão os mesmos. O legislador italiano consagrou, à semelhança do seu congénere espanhol, uma solução maleável ao não pré-determinar a subida da contrapartida ou o tipo de condição de eficácia a eliminar para viabilizar o lançamento de OPA concorrente. Tal como a legislação espanhola, a italiana evoluiu no sentido de alargar a admissibilidade do lançamento de ofertas concorrentes, eliminando alguns requisitos e facilitando outros, e de consagrar (ainda que não de forma total e absoluta como noutros ordenamentos jurídicos) o sistema de leilão. Durante muito tempo, o silêncio da legislação italiana sobre a admissibilidade revisão da contrapartida das ofertas concorrentes levou a que a doutrina aventasse soluções diferentes fundadas nos mais diversos argumentos. WEIGMANN era a favor da admissibilidade da revisão, afirmando que “l’ha senz’altro risolto in senso positivo, rilevando in particolare che, in presenza di un c.d. rilancio della proposta da parte del promotore della prima offerta, il secondo offerente può... rispondere a sua volta con un aumento, non avendone ancora promesso nessuno” (vide WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1992 p. 546; neste sentido também cfr. GIUSEPPE PORTALE e ALDO DOLMETTA, *Il cavaliere bianco è dimezzato? Due questioni cruciali per l’OPA concorrente*, in Banca borsa e titoli di credito, Milano, Nuova Série, Marzo-Aprile 1995, Parte Prima, p. 235-246; e PAOLO MONTALENTI, *Il problema del rilancio del prezzo nell’OPA concorrente*, in Banca borsa e titoli di credito, Milano, Nuova Série, Marzo-Aprile 1995, Parte Prima, p. 247-252). Diferentemente, GOLDA PERINI sustentava uma posição negativa defendendo que “(...) nessuna indicazione precisa si trova nella legge in oggetto circa la possibilità per l’offerente concorrente di ripresentare una nuova proposta, (...) mi sembra che tale facoltà sia da escludere” (cfr. GOLDA PERINI, *La legislazione italiana sulle offerte pubbliche di valori mobiliari*, in Banche e banchieri, 1992, p. 729). A solução afirmativa era claramente dominante na doutrina italiana e respaldava-se nos seguintes argumentos: (i) silêncio do legislador que não impunha uma regra proibitiva (cfr. PAOLO MONTALENTI, *ob. cit.*, p. 249); (ii) trabalhos preparatórios da lei sobre OPAs, uma vez que quer o artigo 32, 4.º, da proposta de lei de 1987 da iniciativa de alguns senadores, entre eles Berlanda, quer o artigo 28.º, 4.º da proposta de lei de 1988 apresentado na *Commissione Permanente Finanze e Tesoro*, quer ainda o artigo 27, 4.º do projecto de lei de 1988 da mesma comissão aprovado apenas em sede de redacção, proibiam expressamente a revisão da contrapartida da oferta concorrente (cfr. GIUSEPPE PORTALE e ALDO DOLMETTA, *ob. cit.*, p. 237); (iii) artigo 22, 1.º da lei das OPAs que admitia a revisão da contrapartida e não a restringia às ofertas iniciais (cfr. GIUSEPPE PORTALE e ALDO DOLMETTA, *ob. cit.*, p. 238); (iv) posição contrária violaria o disposto nos artigos 3.º, 1 e 41.º, 1 da Constituição italiana, pois atribuiria uma vantagem injustificada, criando posições assimétricas (cfr. GIUSEPPE PORTALE e ALDO DOLMETTA, *ob. cit.*, p. 238); (v) artigo 23.º da lei das OPAs que permitia o lançamento de mais do que uma oferta concorrente (cfr. GIUSEPPE PORTALE e ALDO DOLMETTA, *ob. cit.*, p. 239); (vi) tutela dos interesses dos accionistas da sociedade visada, objectivo imanente à lei das OPAs (cfr. GIUSEPPE PORTALE e ALDO DOLMETTA, *ob. cit.*, p. 239). Só em 1998, o legislador clarificou esta questão ao dispor, no artigo 103, 4.º alínea c) introduzido pelo *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* de 1998 veio conferir à CONSOB o poder de, através de regulamentação, regular e disciplinar “le offerte di aumento e quelle concorrenti, senza limitare il numero dei rilanci, effettuabili fino alla scadenza di un termine massimo” (artigo 103.º, n.º 4, alínea c) do *Decreto Legislativo n.º 58 de 24 Febbraio 1998*).

tutela dos accionistas da sociedade visada, e a suposta tentativa de evitar que qualquer das ofertas não tenha sucesso, levaram o legislador português a quantificar um montante mínimo obrigatório de aumento da contrapartida. A subida da contrapartida não é um dos critérios que permitem aferir da melhoria da oferta, é antes o requisito obrigatório do lançamento de qualquer oferta concorrente, tendo o legislador português quase esgotado a melhoria da oferta na subida da contrapartida⁵². Todavia, estes argumentos não justificavam uma solução tão restritiva do legislador⁵³.

Em primeiro lugar, os accionistas da sociedade visada, mesmo os accionistas minoritários e investidores não qualificados, têm hoje um manancial de informação (que advém do prospecto e da própria análise que os jornais apresentam sobre as ofertas) que lhes permite dispor dos elementos necessários para tomar uma decisão informada e ponderada quanto à oferta que melhor satisfaz os seus interesses. Não é necessário que a última oferta tenha pré-definidos os pontos em que deve ser melhorada. Refira-se aliás que a legislação espanhola, a coberto da defesa dos interesses dos accionistas, ampliou a possibilidade de lançamento de ofertas concorrentes, eliminando o requisito de subida obrigatória mínima de 5% da contrapartida. Não é,

portanto, a defesa desses interesses que pode justificar a solução do ordenamento jurídico português.

Em segundo lugar, a fixação de uma contrapartida mínima não afasta, *per si*, o insucesso das ofertas⁵⁴, até porque oferta pode ser melhorada pela eliminação de condições a que está sujeita, assegurando o seu sucesso. Acresce que na decisão dos accionistas não relevam apenas razões económicas, mas também estratégicas⁵⁵, sociais⁵⁶, políticas⁵⁷, éticas⁵⁸ e até desportivas⁵⁹. É redutor esgotar a melhoria da oferta na subida da contrapartida, limitando a possibilidade de melhoria de outros termos da oferta.

Em terceiro lugar, o insucesso das ofertas inicial e concorrentes não é um facto negativo quer para a sociedade visada, quer para o mercado. Senão vejamos.

Os accionistas que compraram acções antes da OPA investiram na sociedade porque, na maioria dos casos, acreditaram no seu potencial de valorização e implicitamente na respectiva gestão, pelo que, em caso de insucesso da OPA, não ficarão numa situação pior que a que se encontravam antes do lançamento da mesma. Já os accionistas que entraram na sociedade visada num momento posterior ao lançamento da

52- Se o oferente concorrente tem de lançar oferta com uma contrapartida superior em 2% à da oferta antecedente, já lhe resta pouca, ou nenhuma, margem para poder melhorar outras condições da oferta (*e.g.* condições de eficácia, ampliação do objecto, entre outras).

53- Neste sentido, *vide* HUGO MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 111 e ss..

54- Veja-se por ex. o caso da OPA lançada pela Suzlon e pela Martifer sobre a RE-Power e da OPA concorrente lançada pela Areva, em que a oferta inicial melhorou em cerca de 7% a contrapartida, mas, perante a possibilidade de nenhuma das ofertas lograr obter o controlo accionista da RE-Power, foi necessário alcançar um entendimento entre as duas sociedades.

55- Pelas relações comerciais existente entre a sociedade visada que poderão ser postas em causa pela mudança de controlo accionista.

56- Recorde-se por exemplo a discussão em torno do financiamento do fundo de pensões da PT no caso da recente OPA da Sonae sobre a PT ou ainda os problemas de dispensa de trabalhadores levantados pela OPA do BCP sobre o BPI.

57- A manutenção do centro de decisão da sociedade visada em "mãos" portuguesas ou a manutenção de poder decisório do Estado em empresas estratégicas. Recorde-se o caso da OPA da PT em que a Sonae apresentou como argumento aos accionistas, e em particular ao Estado, a manutenção de um participação accionista de controlo da PT durante um determinado período de tempo, negando a intenção de permitir a entrada da France Telecom no capital da PT.

58- Na OPA do BCP sobre o BPI, este último apresentou como argumento o tipo de gestão do oferente e os valores que lhe são inerentes, tecendo duras críticas às ligações do oferente com os seus accionistas relevantes, nomeadamente ao nível do financiamento que lhes era concedido pelo oferente.

59- Veja-se o caso da OPA lançada pela Metalgest, SGPS, S.A. sobre a Benfica SAD, em particular, a posição assumida pelo órgão de gestão da sociedade visada que, no seu relatório sobre a oportunidade e condições da oferta, considerou que a detenção de acções da Benfica SAD não se funda em razões meramente económicas mas também de motivação clubística.

oferta, na perspectiva da realização de uma mais-valia resultante da diferença actual das acções e a contrapartida oferecida pela mesma, efectuaram uma aquisição claramente especulativa que, como tal, deve sujeitar-se aos riscos acrescidos do mercado decorrentes do lançamento de diferentes ofertas sobre a sociedade visada. Não é legítimo restringir a liberdade do mercado e a concorrência para tentar de alguma forma proteger tais accionistas, assegurando o sucesso a todo o custo da oferta e a conseqüente realização da mais-valia. O interesse de tais accionistas não pode sobrelevar ao da liberdade do mercado, da iniciativa económica e da livre concorrência, que gozam aliás de consagração ao nível constitucional e/ou, consoante o caso, comunitário.

Por último, o mercado também não sai prejudicado pois o insucesso das ofertas faz parte do normal funcionamento do mercado e está previsto e assumido nas suas regras de funcionamento.

Questão interessante que se coloca a propósito da contrapartida das OPAs concorrentes, é a de saber se, sendo a oferta inicial em dinheiro, poderá a contrapartida oferta concorrente ser em valores mobiliários. E será o contrário também admissível? Creio que a resposta deve ser afirmativa.

Apesar de o Cód.VM demonstrar uma preferência pela contrapartida em dinheiro (artigo 188.º, n.º 5) e de a contrapartida em valores mobiliários levantar diversas dificuldades em matéria

de elevação mínima da contrapartida da oferta concorrente, entendo que o princípio da igualdade entre os oferentes (*level playing field* – pilar estruturante da Directiva das OPAs e do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro que a transpôs), a concorrência pela aquisição da sociedade visada (sobretudo pelo efeito dissuasor do lançamento de OPAs concorrentes), os interesses dos destinatários da oferta e o mercado exigem esta solução. A análise de direito comparado revela que essa é também a solução aceite nos demais ordenamentos jurídicos⁶⁰.

O presente entendimento levanta, contudo, dois problemas complexos:

- Qual o momento relevante para aferir da elevação mínima de 2% da contrapartida pela oferta concorrente?
- Qual o método de avaliação da contrapartida dos valores mobiliários?

Julgo que o momento relevante para aferir do cumprimento do artigo 185.º, n.º 5, nestes casos, é o do anúncio preliminar. Solução diversa (como, por exemplo, exigir que a elevação mínima se mantenha durante todo o processo de OPA) geraria uma enorme insegurança jurídica e instabilidade no mercado ao mesmo tempo que colocaria a validade da oferta dependente de circunstâncias aleatórias e alheias à capacidade de influência do próprio oferente⁶¹. A própria necessidade de objectivar a verificação dos requisitos de lançamento de OPA, permitindo ao oferente concorrente aferir facilmente da sua verificação sem gerar qualquer turbulência no

60- Caso interessante é o da evolução da legislação espanhola que até 1999 impunha que a contrapartida das ofertas concorrentes fosse em dinheiro, independentemente da espécie de contrapartida oferecida pelo oferente inicial. A solução foi objecto de críticas severas da doutrina espanhola que a acusava de gerar uma “flagrante” desigualdade de tratamento entre os oferentes e de ter um efeito dissuasor em relação ao surgimento de outros oferentes interessados na aquisição da sociedade visada (cfr. FERNÁNDEZ ARMESTO/DE CARLOS BERTRÁN, *El Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, 1992, p. 573 e CARLOS CÁRDENAS SMITH, *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*, Civitas, Madrid, 1993, p. 40). Assim, o *Real Decreto 1676/1999* eliminou aquela imposição e destacou no seu preâmbulo que “la rigidez que fundamentó el régimen de las ofertas competidoras, y, en especial, la limitación a que la contrapartida fuera únicamente en efectivo, frena sin lugar a dudas, y sin mucha justificación, las posibilidades de reacción ante una oferta pública de adquisición”. A questão também se colocou em França. Antes da reforma de 18 de Dezembro de 2000, a exigência de melhoria da oferta em 2% aplicava-se a todas as ofertas públicas de aquisição, independentemente do tipo de contrapartida que oferecessem. Contudo, a complexidade da avaliação económica dos valores mobiliários levou a *Commission de Opérations de Bourse* a propor o fim das regras sobre a avaliação *a priori* dos títulos oferecidos nas ofertas públicas de troca (*Rapport Annuel*, 1986, p. 30).

61- Neste sentido, vide CARLOS CÁRDENAS SMITH, *Limitación del Voto, Actuación Concertada y Ofertas Condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*, Civitas, Madrid, 2002, p. 186.

mercado (resultante por exemplo de uma autorização prévia do regulador), bem como a exigência do preenchimento dos requisitos de lançamento das ofertas concorrentes no momento do seu anúncio preliminar, assim o exige. Esta foi aliás a solução adoptada pelo regulador belga quando confrontado com esta problemática⁶². Claro que o oferente concorrente é, por norma, o mais interessado em melhorar a sua contrapartida caso o preço dos valores mobiliários oferecidos em troca se reduza significativamente durante o processo de OPA, por isso, prevêem muitas vezes mecanismos de ajuste automático da relação de troca em função da evolução do preço de mercado das acções do oferente⁶³.

Quanto ao método de avaliação, julgo que a solução apresentada pelo regulador belga não se revela a mais adequada. Atender exclusivamente ao último preço de fecho da cotação do valor mobiliário oferecido como contrapartida, pode levar quer à sua sobreavaliação pois o oferente pode aproveitar um dia de subida da cotação daquele para logo anunciar a sua OPA

concorrente, quer à sua subavaliação se a semana (ou mesmo o mês) do anúncio da OPA concorrente foi negativo em termo de *performance* dos mercados financeiros. Julgo que o método de avaliação deve ser o preço médio ponderado do valor mobiliário nos últimos 3 meses. É um lapso temporal nem muito longo nem muito curto e que permite avaliar de forma mais adequada aquele activo financeiro, não se dando às deturpações de uma alta ou baixa de cotação momentânea ou circunstancial.

5. CONDIÇÕES

A oferta concorrente não pode conter condições que a tornem menos favorável que a antecedente (artigo 185.º, n.º 5 *in fine* do Cód.VM)⁶⁴.

O *telos* deste preceito é a tutela dos interesses do mercado e dos próprios destinatários da oferta e é a expressão clara de um princípio imanente ao lançamento das ofertas concorrentes: o princípio da melhoria progressiva das ofertas sucessivas⁶⁵. A lei exige, com o intuito evitar decisões pouco ponderadas e informadas dos

62- A questão levantou-se na OPA sobre a sociedade *Générale de Banque* em 1998 e a *Commission Bancaire et Financière* considerou que a contrapartida das ofertas públicas que consista em valores mobiliários deve fixar-se no momento de depósito destes, atendendo ao último valor de cotação conhecido dos meses. O regulador admitiu que existiriam outros métodos mais elaborados que poderiam ter sido utilizados, nomeadamente ter em conta o valor médio dos títulos oferecidos como contrapartida durante um determinado período de tempo ou que a elevação mínima da contrapartida fosse efectuada por referência ao preço dos valores no momento do seu depósito ou ao seu último preço de mercado conhecido (consoante o que fosse mais alto) ou ainda considerar a variação de valor das acções oferecidas e das acções da sociedade visada, mas optou por escolher um critério que permitisse à Comissão verificar, no curto espaço de tempo que a lei lhe atribui, a admissibilidade da oferta concorrente (cfr. *Rapport Annuel 1997-1998*, p. 115). LAMBRECHT critica o facto de não se ter aproveitado a reforma de 1999 para resolver expressamente esta problemática (cfr. LAMBRECHT, *L'arrête royal du 21 avril 1999: un simple toilettage de la réglementation sur les OPA?*, in *Revue Practice Sociétaires*, 1999, 218-219).

63- Foi este o caso da OPA da *Koninklijke Ahold, N.V.* sobre a *Superdiplo* no ano de 2000 em Espanha. A contrapartida era de 0,74 novas acções do oferente (cotado na Euronext de Amsterdão) por cada acção da sociedade visada, mas haveria lugar a um ajuste automático nos seguintes termos: “sempre e quando o preço médio seja igual ou superior a 29 euros, a equação de troca ajustar-se-á automaticamente e aumentar-se-á o número de novas acções do oferente a entregar como contrapartida passando a equação de troca a ser a maior das seguintes: (i) 0,74 novas acções do oferente ou (ii) a equação de troca implícita calculada através da divisão do preço acordado por acção da sociedade visada de 24 euros entre o preço médio. Em Portugal, a CMVM considerou, em duas respostas de 18 de Outubro de 2006 e 28 de Fevereiro de 2007, a requerimentos da Sonaecom no âmbito da OPA sobre a PT, que o recurso a ajustamentos automáticos da contrapartida em baixa encontra-se vedado por lei. O regulador defendeu que a revisão em baixa dos termos da oferta só pode ocorrer nos termos restritos do artigo 128.º o qual exige, para sua aplicação, uma “cuidada verificação de entidade independente” (*leia-se* CMVM) – “o que é alheio a qualquer automatizada”. Creio que a interpretação da CMVM é a mais correcta, contudo, a admissibilidade dos mecanismos de ajustamento automático, nos casos em que a contrapartida consiste em valores mobiliários, parece-me plenamente justificada e não lesa, pelo contrário beneficia, os destinatários da oferta desde que funcione apenas no sentido da melhoria da contrapartida, hipótese sobre a qual o regulador não se pronunciou.

64- Antes da entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, o Regulamento 10/2000 sobre Ofertas e Emitentes consagrava uma disposição similar ao actual artigo 185.º, n.º 5, estabelecendo no seu artigo 45.º, n.º 3 que “os termos da oferta concorrente devem ser mais favoráveis aos destinatários do que os da oferta inicial ou da concorrente anterior”. Apesar da letra da lei (“mais favorável”), o entendimento era o de que a oferta concorrente apenas tinha que melhorar obrigatoriamente a contrapartida em, pelo menos, 5% em relação à oferta antecedente, pois a contrapartida considerava-se a contrapartida incluída nos “termos da oferta” (*vide* HUGO MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 99). A mesma solução constava do artigo 562.º, n.º 1 do antigo Código do Mercado de Valores Mobiliários, nos termos do qual a oferta concorrente devia “conter condições mais favoráveis para os seus destinatários do que as que, no momento do seu lançamento, resultem da oferta e bem assim, se for o caso, da oferta ou ofertas concorrentes anteriores”. A CMVM tinha a responsabilidade de apreciar, perante o caso concreto, se a oferta concorrente oferecia condições mais favoráveis.

65- Neste sentido, JOSÉ MIGUEL JÚDICE, MARIA LUÍSA ANTAS, ANTÓNIO ARTUR FERREIRA E JORGE BRITO PEREIRA referiram, à luz do Código do Mercado dos Valores Mobiliários, que a melhoria das condições da oferta é “o princípio básico a partir do qual se deverá construir a admissibilidade de acumulação sucessiva de ofertas concorrentes, visto que os interessados do mercado e dos próprios destinatários da oferta apenas poderão ser devidamente satisfeitos com a melhoria progressiva, oferta após oferta, das respectivas condições oferecidas” (*vide* JOSÉ MIGUEL JÚDICE E OUTROS, *ob. cit.*, p. 173).

destinatários da oferta, que as OPAs concorrentes apresentem melhores condições que a anterior, procurando assegurar que os destinatários saibam de antemão que uma oferta concorrente apresentará, de um ponto de vista objectivo, melhores condições que a anterior sendo, por isso, a que melhor satisfaz, pelo menos em termos económicos imediatos, os interesses dos respectivos destinatários. Aquele princípio aplica-se também ao oferente inicial⁶⁶ e densifica outras normas do regime das OPAs⁶⁷.

Contudo, e numa perspectiva *de iure constituendo*, é necessário esclarecer se aquele princípio deve enformar o regime das ofertas concorrentes? Ou, dito de outra forma, deverá tal princípio ser o critério da admissibilidade do lançamento das OPAs concorrentes? Julgo que não.

Em primeiro lugar, e conforme já referido *supra* em diversas ocasiões, a decisão de aceitação da oferta baseia-se em vários critérios que não são exclusivamente económicos pelo que a melhoria da oferta pode fundar-se em aspectos subjectivos insusceptíveis de quantificação objectiva, tais como razões de carácter ético, nacional, político, estratégico, ético ou desportivo. Em sentido contrário, pode argumentar-se que tal solução poderia conduzir a que nenhuma das ofertas tivesse sucesso, sendo esta aliás, segundo alguns autores, a *ratio* da exigência de uma subida mínima de 2% da contrapartida. Todavia, tal como demonstrado *supra*, a melhoria obrigatória da oferta não é sinónimo de sucesso de uma das ofertas e o insucesso das

ofertas inicial e concorrentes não é, em si mesmo, um facto negativo quer para a sociedade visada, quer para os seus accionistas, quer para o mercado.

Em segundo lugar, a imposição da melhoria das ofertas sucessivas restringe a concorrência e espartilha o mercado. A coarctação da liberdade de iniciativa económica e de mercado só se justifica se houver um interesse ponderável dos destinatários da oferta, da sociedade visada ou do mercado que sobreleve sobre os primeiros. A decisão informada e ponderada dos accionistas não deve ser assegurada por via de uma melhoria forçada das sucessivas ofertas, que permitiria aos destinatários saber de antemão que a última oferta apresenta (supostamente) sempre as melhores condições. Essa decisão tem que ser tomada com base em informação muito clara sobre os termos e condições da oferta e não com base na certeza (incerta) de que a última oferta é objectivamente a melhor. É neste ponto que se exige a intervenção “enérgica” do regulador para assegurar a clareza e transparência da informação relativa à oferta e assim tutelar de forma adequada os interesses dos seus destinatários. Tais interesses exigem inclusive que não haja limitação ao lançamento de ofertas concorrentes de forma a ampliar o campo de opção daqueles em relação à alienação das suas participações sociais. A própria sociedade visada e, em particular a sua gestão, só beneficiam com o lançamento de diversas ofertas concorrentes. Com efeito, a ampliação do leque de oferentes alarga as políticas de gestão da sociedade, abrindo novas

66- O artigo 184.º do Cód.VM relativo à revisão da oferta pelo oferente inicial dispõe que este só pode rever a oferta desde que não introduza condições que a tornem menos favorável e desde que a contrapartida seja superior à antecedente em, pelos menos, 2% do seu valor.

67- O artigo 128.º do Cód.VM permite que o oferente inicial (e também o concorrente) modifiquem ou revoguem a oferta conquanto se tenha verificado uma “alteração imprevisível e substancial das circunstâncias que, de modo cognoscível pelos destinatários, hajam fundado a decisão de lançamento da oferta excedendo os riscos a esta inerentes” e desde que a CMVM autorize tal modificação ou revogação e ela se concretize em prazo razoável. O legislador restringiu fortemente a possibilidade de retirada da oferta pública, relevando de forma mais intensa os interesses dos destinatários da oferta que criariam uma expectativa jurídica em torno do lançamento da oferta e pretendem agora alienar as suas participações sociais, pelo menos, nas condições que foram inicialmente oferecidas (sobre este particular e o regime menos restritivo do anterior código, vide PAULA COSTA SILVA, *Ofertas Públicas e Alteração das Circunstâncias* in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, p. 175). Por sua vez, o artigo 175.º, n.º 2 alínea a) do Cód.VM dispõe que a “publicação do anúncio preliminar obriga o oferente a lançar a oferta em termos não menos favoráveis para os destinatários do que as constantes desse anúncio”.

perspectivas de racionalidade económica e expansão da sociedade que de outra forma nunca teriam surgido. O mercado, por sua vez, não exige que as sucessivas ofertas melhorem os seus termos, em particular as condições que lhe estão apostas.

Por último, a consagração do sistema de leilão para as ofertas concorrentes, quer em Portugal quer nos demais países da União Europeia, revela uma clara tendência no sentido da eliminação dos requisitos das ofertas concorrentes e é um incentivo à concorrência pela tomada de controlo da sociedade visada. Aliás, numa perspectiva *de iure constituendo*, a melhor solução passaria pela eliminação de requisitos de melhoria obrigatória das sucessivas ofertas e do princípio geral de melhoria progressiva das ofertas sucessivas de forma a potenciar a concorrência pela tomada de controlo da sociedade visada, assegurar a liberdade de iniciativa económica e de mercado e consagrar de forma efectiva o sistema de leilão.

Ultrapassada esta questão prévia da bondade da *ratio* do artigo 185.º, n.º 5 *in fine*, é agora necessário densificar as condições que podem tornar uma oferta menos favorável.

Esta tarefa de densificação não pode ser efectuada de forma isolada, ou seja, não é possível analisar, de forma isolada, as condições apostas à oferta. O carácter menos favorável da oferta concorrente deve ser analisado de uma forma global face aos demais termos da mesma. O

lançamento da oferta concorrente não deve ser recusado, ainda que uma condição perspectivada de forma isolada possa tornar a oferta menos favorável, desde que a oferta seja globalmente mais favorável por força, nomeadamente, da ampliação do seu objecto ou da subida da sua contrapartida acima do limite legalmente exigido.

MENEZES CORDEIRO, ao abordar esta problemática, recorre às soluções consagradas no âmbito do direito do trabalho. Neste ramo do direito, a teoria acolhida para um problema de natureza similar (a questão do tratamento mais favorável do trabalhador) foi a chamada teoria da conexão⁶⁸. De acordo com esta teoria, a concretização da ideia de tratamento mais favorável do trabalhador deve ser efectuada através da comparação “entre si dos conjuntos de normas que se mostrem incidíveis”⁶⁹ e não norma a norma ou conjunto a conjunto. Transpondo estas soluções para a problemática da relação entre anúncio preliminar e anúncio de lançamento, MENEZES CORDEIRO defende que “a comparação (...) não deve ser feita cláusula a cláusula: uma cláusula pode obedecer a meras articulações formais e não a valores substantivos, dependendo mesmo do estilo adoptado pelo seu autor material”. Mas, continua o mesmo autor, “a comparação dos anúncios também levanta problemas. Quando estes tenham conteúdos muito diferentes, com vantagens nuns pontos e desvantagens noutros, como operar o juízo de favorabilidade? Aliás, o que surja mais favorável para uns accionistas pode não ser para

68- A propósito da determinação do instrumento mais favorável para os trabalhadores, surgem três teorias distintas, a saber: a teoria do cúmulo, a teoria da conglobação e a teoria da conexão. Segundo a teoria do cúmulo, a comparação deveria ser efectuada norma a norma e o seu regime juntaria todas as normas mais favoráveis (cúmulo). Diferentemente, a teoria da conglobação defendia que a comparação devia ser efectuada em conjunto, sendo aplicável o conjunto mais favorável resultante do referido cotejo. Por último, a teoria da conexão postula que a comparação não é feita norma a norma ou conjunto a conjunto, há que comparar “entre si os conjuntos de normas que se mostrem incidíveis” (vide MENEZES CORDEIRO, *Ofertas Públicas de Aquisição*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, p. 289-290). Para mais desenvolvimentos sobre as teorias em confronto, vide MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito do Trabalho*, 1994, p. 208 e ss. e RAÚL VENTURA, *O cúmulo e a conglobação na disciplina das relações de trabalho*, in *O Direito*, 94, 1962, p. 201-222.

69- Vide MENEZES CORDEIRO, *ob. cit.*, 1999, p. 290.

outros”. Conclui então o autor que “será preferível comparar grupos de cláusulas materialmente ligadas. O grupo – qualquer grupo – de cláusulas do anúncio de lançamento não pode ser menos favorável do que o equivalente no anúncio preliminar”⁷⁰.

Apesar de concordar em grande medida com esta posição, creio que, em sede de oferta pública de aquisição e para tutela dos destinatários e incentivo de lançamento de OPA concorrente, o grupo de normas a analisar deverá ser o mais amplo possível. Isto é, o critério de ligação material entre as condições deverá ser relativamente alargado de forma a permitir uma análise mais global e correcta dos termos da oferta, em particular das suas condições. A interpretação ora defendida é também a mais conforme à experiência de direito comparado⁷¹.

Ainda no que concerne às condições da oferta, cumpre fazer referência ao disposto no artigo 185.º, n.º 6 do Cód.VM, que não permite que a

oferta concorrente faça “depende a sua eficácia de uma percentagem de aceitações por titulares de valores mobiliários ou de direitos de voto em quantidade superior ao constante da oferta inicial ou de oferta concorrente anterior”.

Este preceito não encontra um paralelo na maioria dos ordenamentos jurídicos estrangeiros⁷² e no predecessor Código do Mercado dos Valores Mobiliários⁷³ e é gerador de situações materialmente injustas⁷⁴.

A importância das cláusulas de sucesso da oferta e o facto de, aparentemente e de uma forma objectiva, o aumento da percentagem de aceitações ser um dos maiores obstáculos ao sucesso da oferta, levaram o legislador tivesse proibido expressamente a subida do limiar mínimo de eficácia da oferta. Julgo que a opção legislativa tomada não foi novamente a mais correcta, pois restringe de forma excessiva a liberdade de mercado, de iniciativa económica e a concorrência.

70- Vide MENEZES CORDEIRO, *ob. cit.*, p. 290. Neste sentido, vide também PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 201. Este autor acrescenta ainda que a “essencialidade do preço no plano da apreciação típica de uma oferta por parte dos destinatários” torna muito difícil a redução do preço mesmo que “tal venha acompanhada de um favorecimento da oferta em outros pontos da mesma” (cfr. PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 201).

71- Em Espanha, o legislador não estabeleceu qualquer restrição específica à aposição de condições à oferta concorrente. O artigo 33 alínea b) do *Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*, modificado pelos *Reales Decretos 437/1994, de 11 de marzo, 2590/1998, de 7 de diciembre, 1676/1999, de 29 de octubre e 1443/2001, de 21 de diciembre, 432/2003, de 11 de abril e pela Ley 6/2007, de 12 de abril* estabelece como requisito do lançamento de OPA a melhoria da oferta ou ao nível do seu objecto, ou da contrapartida, ou a outro nível, nomeadamente das suas condições, desde que, em termos globais e objectivos, haja lugar a uma melhoria da oferta anterior. O importante é que a oferta concorrente seja mais favorável, podendo ser apostas condições desde que aquela melhoria não seja prejudicada. A supressão de condições da oferta é uma das formas de tornar a oferta mais favorável, mas não se exclui a aposição de novas condições pela oferta concorrente, desde que o carácter mais favorável da oferta resultante da subida da contrapartida não seja afectado (cfr. JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *ob. cit.*, p. 177). Em Itália, o artigo 44.º, n.º 1 do *Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti* sujeita a admissibilidade de OPA concorrente à verificação de um dos seguintes requisitos alternativos: (i) a contrapartida oferecida por cada um dos valores mobiliários tem que ser superior ao da última oferta, ou (ii) a eliminação de uma das condições de eficácia da oferta inicial. O legislador italiano consagrou uma solução que materialmente analisa a oferta de uma forma global, procurando determinar se esta é mais favorável que a anterior. Em França, a lei atribuiu à AMF o poder de autorizar as ofertas concorrentes conquanto estas introduzam uma melhoria significativa das condições propostas aos titulares de valores mobiliários (artigo 232, 7, parágrafo 2.º do referido regulamento), sendo que a oferta concorrente será sempre aceite se o oferente reduzir a cláusula de sucesso prevista na oferta inicial e não modificar as demais condições da oferta inicial (parágrafo 3 da mesma norma). A lei francesa conferiu à AMF o poder de aquilatar, caso a caso, a melhoria efectiva da oferta concorrente.

72- Tal como referido *supra*, ordenamentos jurídicos como o francês e italiano apenas consideram a eliminação de condições de eficácia da oferta para efeitos da análise, em termos globais, de melhoria da oferta em relação à antecedente, não impondo a manutenção de qualquer condição de eficácia, em particular da percentagem de aceitações de titulares de valores mobiliários ou de direitos de voto. Diferentemente, no ordenamento jurídico espanhol, a lei considera que a oferta concorrente não melhora os termos da oferta anterior “cuando la efectividad de la oferta quede condicionada a su aceptación por un número mayor de valores que la última precedente”, não podendo, portanto, ser lançada.

73- O artigo 562.º, n.º 1 do referido código apenas referia que a oferta devia conter condições mais favoráveis para os destinatários do que as que resultem da oferta inicial. Era então necessário verificar se o aumento da percentagem de aceitações dos titulares de valores mobiliários era uma condição menos favorável e se a oferta era globalmente menos favorável. O artigo 562.º, n.º 3 do código atribui competência à CMVM para analisar a melhoria da oferta e fixar condições específicas caso a concorrência entre a nova oferta e as anteriores respeite apenas à contrapartida.

74- Uma dessas situações verifica-se quando o oferente inicial já é detentor de uma participação qualificada relevante na sociedade visada que lhe permite apresentar, como condição de sucesso, uma percentagem inferior de aceitações face aos oferentes concorrentes.

B) EFEITOS DO LANÇAMENTO DE OFERTA CONCORRENTE

O lançamento de oferta concorrente é uma das vicissitudes mais importantes do dinâmico processo de aquisição de controlo de uma sociedade através de oferta pública de aquisição. Enquanto vicissitude do processo de OPA, o lançamento de oferta concorrente produz efeitos jurídicos relevantes quer na esfera dos destinatários da oferta quer na esfera do oferente inicial.

1. DESTINATÁRIOS DA OFERTA

Em relação aos destinatários da oferta, o lançamento de OPA concorrente confere-lhes o direito de revogarem as aceitações da oferta inicial até ao último dia do período de aceitações⁷⁵ de forma a permitir-lhes a aceitação da oferta concorrente que, de acordo com os requisitos legais objectivos fixados para o seu lançamento, deverá apresentar melhores condições que a oferta anterior. Esta faculdade mantém-se mesmo que já tenha decorrido o prazo de livre revogabilidade das aceitações que termina no quinto dia anterior ao fim do prazo da oferta, a não ser que o oferente tenha fixado um prazo inferior nos documentos da oferta (artigo 126.º, n.º 2). Para o presente efeito, o prazo a ter em conta é o prazo prorrogado⁷⁶ e não o prazo inicial.

Cumprido referir que a faculdade de revogação, apesar de conferir aos destinatários a possibilidade de aceitarem a oferta concorrente (que em princípio será mais vantajosa em termos objectivos), não os obriga a aceitar tal oferta ou mesmo a voltar a aceitar a oferta inicial, caso rejeitem a concorrente. O direito de revogação das

aceitações é um direito potestativo exercido de forma livre e não sujeito a qualquer condição.

Questão diversa e complexa é a de saber se os destinatários podem renunciar à faculdade de revogação das suas aceitações em caso de lançamento de oferta concorrente. A questão pode parecer, numa primeira análise, destituída de sentido, uma vez que o destinatário nunca terá interesse em renunciar a tal direito pois o oferente inicial, por força do princípio da igualdade de tratamento previsto no artigo 112.º do Cód.VM, não pode oferecer melhores condições a determinado(s) destinatário(s) da(s) oferta(s) e não aos demais. Porém, a questão não é tão linear quanto possa fazer crer a articulação apriorística dos artigos do Cód.VM.

No processo dinâmico de OPA, o oferente lida por norma com um universo de milhares de accionistas que compreendem desde investidores institucionais (*e.g.* fundos de investimento, fundos de pensões, *hedge funds*) a pequenos investidores individuais. A abordagem do oferente aos diferentes accionistas da sociedade visada é forçosamente diversa pois os interesses de cada destinatário são díspares.

Para convencer os pequenos investidores da bondade da sua oferta, o oferente serve-se fundamentalmente dos meios de comunicação, publicitando nos órgãos de comunicação social os elementos mais atractivos da sua oferta e, ainda que em menor medida, dos próprios documentos da oferta. Diferentemente, a abordagem aos investidores institucionais é feita através dos chamados *road shows*, em que o oferente agenda apresentações da sua oferta nos vários centros financeiros mundiais, convidando os principais accionistas da sociedade visada

75- Claro que, antes de decorrido este período, as declarações podem caducar por força da revogação da oferta pelo oferente inicial.

76- Neste sentido, *vide* AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *ob. cit.*, p. 278.

e agentes financeiros. Nesses *road shows*, o oferente procura, por um lado, convencer aqueles accionistas da bondade económica, estratégica, social, política ou nacional da sua oferta e, por outro, aperceber-se de quais os factores decisórios que os levarão a aceitarem a oferta. Após estes contactos, o oferente pode deparar-se com os seguintes cenários: (i) necessidade de melhoria das condições da oferta para lograr o seu sucesso; (ii) fracasso inevitável da oferta (iii) necessidade de proporcionar aos accionistas principais outras condições que não estão directamente relacionadas com os termos da oferta, mas que satisfazem os interesses daqueles. Neste último cenário, o oferente acaba por ter que negociar directamente com os principais accionistas, comprometendo-se, em caso de sucesso da oferta e ainda que sob mero compromisso de honra por força do princípio da igualdade de tratamento, a alienar determinados activos do oferente ou da sociedade visada, ou a manter certos activos desta, ou a assegurar uma concreta estrutura accionista da sociedade visada, ou a manter determinado accionista como interlocutor privilegiado da sociedade visada após a oferta⁷⁷. Nesses casos, é muito frequente o destinatário renunciar à faculdade de revogação da aceitação da oferta para assegurar o carácter vinculativo dos compromissos assumidos. Ora, creio que tal renúncia não pode deixar de ser considerada válida à luz do princípio da liberdade contratual previsto no artigo 405.º do Código Civil.

Com efeito, o artigo 185.º-A, n.º 6 não é uma norma imperativa e o direito nele consagrado é um direito disponível, sendo, por isso, admissível a renúncia ao mesmo. O preceito concede a

faculdade de revogação da aceitação aos destinatários por perspectivar a oferta como um *iter* em que determinadas vicissitudes têm implicações naturais sobre factos passados. O facto de o destinatário ter, num momento primeiro, analisado a oferta inicial e decidido aceitar a mesma, não torna a aceitação imutável porque ele não sabe, nesse momento, o que pode ocorrer num momento posterior do decurso da oferta. Todavia, o destinatário tem a possibilidade de aquilatar do lançamento de novas ofertas e de, face às potenciais vantagens que lhe podem advir da oferta inicial e das ofertas concorrentes futuras, efectuar como que um juízo de prognose económica, estratégica, social e política e, com base nesse juízo, aceitar, de forma irrevogável, a oferta inicial ou mesmo de uma determinada oferta concorrente. É, portanto, justificável o direito e interesse do destinatário de afastar a revogabilidade da aceitação da oferta em caso de lançamento de OPA concorrente.

O presente entendimento parece, no entanto, pôr em causa a *ratio* do artigo 185.º-A, n.º 6 que se baseia na ideia de protecção dos destinatários, ao procurar assegurar-lhes, sempre e a cada momento⁷⁸, a possibilidade de escolha da melhor oferta. Este argumento contrário ganha particular acuidade em relação aos pequenos investidores que poderão ser mais facilmente enganados com a profusão de informação e o acenar de dados financeiros e económicos, sendo levados a tomar uma decisão errada em termos económicos. Por outro lado, o âmbito de aplicação prática justificada daquelas renúncias são os contactos, *gentlement agreements* e contratos celebrados entre o oferente e os

77- Foi este o caso da alegada concertação informal entre a Sonaecom e a Telefónica para a alienação dos 50% que a Portugal Telecom detinha na operadora de telecomunicações brasileira Vivo caso a oferta lançada sobre a aquela tivesse sucesso; mas foi também o caso da OPA lançada pelo BCP sobre o BPI em que aquele, para adquirir fora de bolsa a participação qualificada do Santander no capital social do BPI, teve de conceder um direito de atribuição preferencial (105% do valor mais alto oferecido para a aquisição) no âmbito da alienação dos balcões e da carteira de clientes do BCP por força dos compromissos assumidos como Autoridade da Concorrência, obrigando-se o Santander, em contrapartida, a apresentar uma oferta concreta sempre que houvesse lugar à alienação daqueles activos pelo BCP.

78- À semelhança aliás dos requisitos de lançamento de oferta concorrente, mas aí em relação os elementos necessários para aferir qual a melhor oferta, pois supostamente a última oferta lançada ou revista será sempre a melhor em termos objectivos imediatos.

accionistas principais da sociedade visada. Ora, estes accionistas são, por norma, investidores qualificados ou grandes investidores que têm um profundo conhecimento do mercado e capacidade de análise dos vários dados económicos e estratégicos das ofertas⁷⁹, possuindo todas as condições materiais para tomar a decisão que melhor satisfaça os seus interesses. Assim, julgo que a norma que consagra o direito de revogação da aceitação da oferta em caso de lançamento de OPA concorrente deve ser qualificada como uma norma imperativa quando esteja em causa um investidor não qualificado ou um accionista que não detenha participação qualificada na sociedade visada. Seria, por conseguinte, nula, por violação do artigo 185.º-A, n.º 6 enquanto norma imperativa cuja *ratio* é a defesa dos interesses dos pequenos investidores, a renúncia feita por estes ao direito de revogação da aceitação em caso de lançamento de oferta concorrente, independentemente de tal renúncia ser efectuada por via da aceitação de uma cláusula insita no prospecto de OPA ou por força de ordem dada ao seu intermediário financeiro e acordada expressamente com o próprio oferente.

2. OFERENTES ANTERIORES

Quanto aos efeitos do lançamento de oferta concorrente sobre a posição jurídica dos oferentes anteriores, é possível identificar três cenários distintos:

- a. Manutenção da oferta;
- b. Modificação da oferta (artigo 185.º-B, n.º 1 do Cód.VM); ou
- c. Revogação da oferta (artigo 185.º-B, n.º 4 do Cód.VM).

a) *Manutenção da Oferta*

Em relação à manutenção da oferta, não há nada de relevante a acrescentar se não dizer que o oferente anterior não se encontra obrigado a modificar ou retirar a sua oferta por força do lançamento de oferta concorrente⁸⁰.

b) *Modificação da Oferta*

A modificação dos termos da oferta encontra-se regulada no artigo 185.º-B, n.ºs 1 e 3 e tem que consistir na elevação em pelo menos 2% da contrapartida (artigo 185.º, n.º 5 por remissão do artigo 185.º-B, n.º 3), não podendo, porém, conter condições que a tornem menos favorável⁸¹. Caso opte pela modificação da oferta, o oferente anterior terá de comunicar a sua decisão à CMVM e publicar, no prazo de 4 dias úteis a contar do lançamento da oferta concorrente, um anúncio relativo à modificação dos termos da oferta (artigo 185.º-B, n.º 2). Se o não fizer, a oferta manterá os seus termos e condições anteriores, ficando sem efeito as alterações pretendidas (artigo 185.º-B, n.º 2 *in fine*).

A redacção inicial do Código dos Valores Mobiliários suscitava várias dúvidas interpretativas⁸² relativas à revisão da contrapartida pelos oferentes anteriores (inicial ou concorrentes) no caso de haver várias ofertas em concorrência, que foram eliminadas com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro. Assim, o novo artigo 185.º-B, n.º 1 veio estabelecer que “o lançamento de oferta concorrente e a revisão de qualquer oferta em concorrência conferem a qualquer

79- Quando não têm tais conhecimentos, possuem capacidade económica para requerer assessoria legal e financeira para tomarem a melhor decisão.

80- Vide PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 208 e AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *ob. cit.*, p. 277.

81- Repetem-se aqui as considerações já expandidas *supra* no Título I. Regime Jurídico da OPA Concorrente, Capítulo A) Requisitos do Lançamento, Secção 5. Condições.

82- Neste sentido, *vide* despacho da CMVM de 16 de Fevereiro de 2007 em resposta ao requerimento apresentado pela Sonaecom sobre a possibilidade de revisão da contrapartida de oferta pública após declaração de renúncia unilateral ao exercício desse direito disponível em www.cmvm.pt.

oferente o direito de proceder à revisão dos termos da oferta independentemente de o ter ou não feito ao abrigo do artigo 184.^o.

Face ao disposto no novo artigo 185.^o -B, n.º 1, pode-se concluir que, por um lado, os oferentes – inicial ou concorrente(s) – podem rever a sua oferta (i) de forma facultativa e ilimitada ao abrigo do artigo 184.^o, ou (ii) em resposta ao lançamento⁸³ de oferta concorrente ou (iii) em resposta à revisão de qualquer oferta em concorrência nos termos do artigo 185.^o-B, n.º 1⁸⁴, e que, por outro lado, o direito de revisão previsto neste último preceito não é precludido (i) pelo exercício anterior ou (ii) pelo não exercício anterior do direito de revisão consagrado no artigo 184.^o.

No entanto, algumas das presentes conclusões não são inteiramente isentas de dúvidas

Quanto à admissibilidade da revisão facultativa pelo oferente concorrente ao abrigo do artigo 184.^o, a mesma resulta da expressão do artigo 185.^o-B, n.º 1 “revisão de qualquer oferta em concorrência”.

Em primeiro lugar, esta interpretação do proémio do artigo 185.^o-B, n.º 1 do Cód.VM evita que a mesma fique sem conteúdo prático, porque as outras modalidades de revisão da contrapartida, em resposta ao lançamento de oferta concorrente ou à revisão de oferta em concorrência, já decorrem da restante letra daquele preceito. Em segundo lugar, a parte final do referido preceito – “independentemente de o ter ou não feito ao abrigo do artigo 184.^o” – reporta-se a “qualquer oferente”, pelo que o direito de revisão de ambos oferentes do artigo 185.^o-B, n.º 1 tem que ser independente do direito de revisão do artigo 184.^o (também atribuído a ambos oferentes)⁸⁵. Em terceiro lugar, o artigo 185.^o, n.º 2⁸⁶ dispõe que “as ofertas concorrentes estão sujeitas às regras gerais aplicáveis às ofertas públicas de aquisição, com as alterações constantes deste artigo e dos artigos 185.^o-A e 185.^o-B”. Como as alterações constantes desses artigos não excluem o direito de revisão previsto no artigo 184.^o aplicável às ofertas públicas de aquisição em geral, esse direito acresce ao direito de revisão estabelecido no artigo 185.^o-B, n.º 1. Por último, a solução contrária lesa o conteúdo fundamental

83- O “lançamento” referido neste preceito corresponde ao anúncio de lançamento previsto no artigo 183.^o-A do Cód.VM à semelhança do que se sucede com a expressão “lançada” referido no artigo 185.^o-A, n.º do mesmo código.

84- Diferentemente, HUGO MOREDO DOS SANTOS nega esta possibilidade com base no argumento literal e no facto de o oferente concorrente ter elaborado “as condições” e calculado “a contrapartida da sua oferta tendo por referência as condições indicadas pelo oferente inicial, enquanto que este não dispunha de qualquer referência” (cfr. HUGO MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 129 e nota 168). Esta interpretação é contrária ao princípio do *level playing field*, aos princípios constitucionais do direito de iniciativa privada e da liberdade de iniciativa económica e às densificações do princípio da igualdade no âmbito dos valores mobiliários e ignora o facto de o oferente inicial propor, na maioria dos casos, uma contrapartida mais baixa para poder ter margem financeira suficiente que lhe permita, no decurso do processo de OPA, elevar aquela e o oferente concorrente não pode “adivinhar” qual será essa disponibilidade financeira do oferente inicial para a elevação da contrapartida. As situações são materialmente as mesmas, não se justificando qualquer restrição da concorrência. Não se encontra aliás no direito comparado semelhante proibição à que o autor propõe.

85- Em sentido contrário, HUGO MOREDO DOS SANTOS defende que a referência deve ser “entendida como reportando-se apenas ao oferente inicial, precisamente porque a sua oferta ainda é a única oferta; para os oferentes funciona, em sede de revisão, apenas o direito que decorre do disposto no art. 185.^o-B, n.º 1”, excepto “quando a revisão se processar antes do lançamento da oferta concorrente e se destinar a apresentar uma contrapartida cujo valor esteja em conformidade com a regra de revisão mínima obrigatória prevista na lei”, sendo que, neste caso, o autor considera que não há uma verdadeira revisão (cfr. HUGO MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 129 e nota 168). Não posso concordar com esta interpretação não só pelos motivos acima aduzidos mas também porque, quando uma oferta concorrente é lançada, podem já ter sido lançadas entretanto outras ofertas concorrentes, não sendo, nesse caso, a oferta inicial a única oferta. O artigo 185.^o-B, n.º 1 não abrange apenas a primeira oferta concorrente! Cumpre referir que os demais ordenamentos jurídicos europeus e anglo-saxónicos atribuem este direito de revisão facultativa aos oferentes concorrentes e que foi, aliás, esse direito que permitiu o sucesso da oferta concorrente do Royal Bank of Scotland, Santander e Fortis sobre o ABN-AMRO. Fica a questão: será que a elevação desta oferta, se tivesse lugar no ordenamento jurídico português, tinha que ser rejeitada? Acresce que a excepção que o autor refere resulta da alegada obrigação do oferente concorrente melhorar a sua oferta preliminarmente anunciada se, em resultado da melhoria da contrapartida da OPA inicial, o requisito da contrapartida mínima não se encontrar respeitado. No entanto, creio que o oferente concorrente não está sujeito a semelhante obrigação (*vide* Título I. Regime Jurídico da OPA Concorrente, Capítulo A) Requisitos do Lançamento, Secção 4. Contrapartida *supra*).

86- O conteúdo deste preceito constava anteriormente do artigo 46.^o, n.º 1 do Regulamento 10/2000 da CMVM sobre Ofertas e Emitentes.

do direito de iniciativa privada⁸⁷ o princípio da liberdade de iniciativa económica⁸⁸ e as repercussões do princípio da igualdade no âmbito do direito dos valores mobiliários⁸⁹. E não se diga que com tal interpretação se abriria campo para a violação fácil do artigo 185.º-B, n.º 2! Esta norma estabelece que, caso o oferente inicial pretenda exercer o direito referido no n.º 1 do mesmo preceito, tem que comunicar a sua decisão à CMVM e publicar um anúncio no prazo de quatro dias úteis a contar do lançamento da oferta concorrente ou da revisão da oferta, “considerando-se para todos os efeitos, na falta dessa publicação, que mantém os termos da sua oferta”. Ora, pode suceder que, após aquele prazo de quatro dias úteis para rever a oferta na sequência de lançamento de OPA concorrente ou de revisão de oferta em concorrência, ainda falte muito tempo para o fim do período da oferta, tendo ambos os oferentes interesse em

manter o direito de revisão facultativa, direito esse que também interessa, ainda que reflexivamente, aos destinatários da oferta.

Já relativamente ao carácter ilimitado da revisão facultativa da oferta, ou seja, à admissibilidade de elevação da contrapartida pelos oferentes – inicial e concorrente(s) – o número de vezes que tenham por conveniente (desde que respeitem os requisitos legais de subida da contrapartida), ele decorre quer da Directiva das OPAs quer da *ratio* da alteração introduzida pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro que a transpôs. Na verdade, a Directiva das OPAs procurou, na sequência do Relatório de 10 de Janeiro de 2002 do Grupo de Alto Nível de Peritos no domínio do direito das sociedades sobre OPAS, alcançar um *level playing field* nas ofertas públicas de aquisição, sendo que tal *level playing field* deveria ser orientado por dois princípios fundamentais:

87- Apesar de não contender directamente com o direito à iniciativa privada, o seu conteúdo essencial acaba por ser lesado, uma vez que há uma limitação excessiva do direito de revisão sem que haja, correspondentemente, a necessidade de preservar algum direito de base constitucional, ou mesmo legal, do oferente inicial ou ainda razões de interesse geral, que lhe confirmam o privilégio da “última palavra” na definição da contrapartida em sede de OPA

88- Em relação ao princípio da liberdade de iniciativa económica, as restrições ou limitações deste princípio terão que ser “justificadas à luz do princípio da proporcionalidade e sempre com respeito de um «núcleo essencial» que a lei não pode aniquilar (artigo 18.º), de acordo, aliás, com a garantia institucional de um «sector económico privado»” (cfr. GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, *Constituição da República Portuguesa Anotada (artigos 1.º a 107.º)*, Vol. 1, 4.ª edição revista, Coimbra Editora, 2007, p. 790). GOMES CANOTILHO e VITAL MOREIRA salientam ainda que a liberdade de iniciativa económica privada “exige uma leitura em conformidade com a constituição económica da UE, designadamente com as normas comunitárias referentes às liberdades fundamentais – em especial, a liberdade de circulação de capitais e a liberdade de estabelecimento em todo o território comunitário – bem como ao direito da concorrência” – artigos 43.º, 56.º, 81 e ss. do Tratado da Comunidade Europeia (vide GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, *ob. cit.*, p. 792). Impedir o oferente concorrente de rever, de forma voluntária nos termos da redacção inicial do artigo 184.º do Cód.VM, a sua contrapartida pela sociedade visada, embora não contenda directamente com a liberdade de iniciativa económica, acaba por lesar o seu conteúdo essencial devido à limitação de forma excessiva daquele direito de revisão sem que, correspondentemente da parte do oferente inicial, haja que preservar algum direito de base constitucional, ou mesmo legal, ou ainda razões de interesse geral, que lhe confirmam o privilégio da “última palavra” na definição da contrapartida.

89- O respeito pelas concretas densificações normativas do princípio da igualdade no âmbito do mercado de capitais e a conjugação deste princípio com a liberdade de circulação de capitais (pilar da constituição económica da UE) e com o princípio da liberdade de iniciativa económica exige um tratamento paritário dos diferentes oferentes como forma de potenciar a concorrência do mercado (outro dos objectivos basilares da UE). Assim, a liberdade de circulação de capitais e a liberdade de iniciativa económica acabam por chamar à colação o princípio da igualdade enquanto meio de alcançar os objectivos visados por aqueles preceitos. Este princípio, transversal a todo o ordenamento jurídico português, ganha particular acuidade no âmbito do mercado de capitais de tal forma que o actual Código dos Valores Mobiliários sentiu necessidade de lhe consagrar uma referência expressa. O artigo 15.º do Cód.VM dispõe que “a sociedade aberta deve assegurar tratamento igual aos titulares de valores mobiliários por ela emitidos que pertençam à mesma categoria”. As sociedades abertas estão desta forma obrigadas a tratar de forma paritária os titulares de valores mobiliários, concedendo-lhes os mesmos benefícios e privilégios para que todos os investidores estejam na mesma situação objectiva e possam agir exclusivamente segundo critérios objectivos de índole económica ou financeira. Se a sociedade aberta está obrigada a assegurar este tratamento paritário, estranho seria que o legislador não estabelecesse a mesma exigência para os demais operadores de mercado, em particular os oferentes, sujeitando-os a critérios de natureza extra-económica. Acresce que, na maioria dos casos, o oferente inicial ou já é titular de valores mobiliários da sociedade visada ou acaba por adquiri-los, normalmente através de aquisições fora de bolsa após o anúncio de lançamento da oferta. Se a lei assegurar a última palavra ao oferente, acaba por entrar em contradição com o disposto no artigo 15.º do Cód.VM, violando o tratamento paritário dos titulares de valores mobiliários previsto nesse preceito e criando uma situação de incongruência jurídica. Mesmo que os oferentes não sejam titulares de valores mobiliários, o tratamento mais favorável de um investidor exterior à sociedade (oferente inicial) face aos demais investidores e operadores de mercado continua a carecer de justificação à luz do artigo 185.º, n.º 7 do Cód.VM, que consagra uma vertente específica do princípio da igualdade em sede de OPA. E não se diga que o princípio da igualdade não sairia violado na sua vertente de igualdade horizontal que exige um tratamento diferente para situações diferentes. Esse era o argumento da CONSOB que, à luz da redacção inicial da *Legge 149/1992*, defendia que a exclusão da possibilidade de rever em alta a contrapartida da oferta por parte do oferente concorrente não provoca uma disparidade de tratamento, uma vez que a situação de quem assume o encargo e o risco do anúncio de lançamento da oferta inicial é substancialmente diferente daquele que, ao invés, pode preparar a sua própria intervenção tendo por base a oferta inicial e a resposta dada a este último pelo mercado e, eventualmente, pela sociedade visada (vide Banca, Borsa e Titoli di Credito, Gennaio-Febrario, 1995, I, p. 349 e ss.). Diferentemente, GIUSEPPE PORTALE e ALDO DOLMETTA defendiam que a interpretação da lei italiana, antes da reforma de 1999, no sentido de atribuir ao oferente inicial a “última palavra” na definição da contrapartida da OPA violaria o disposto nos artigos 3.º, 1 e 41.º, 1 da Constituição italiana, pois atribuiria uma vantagem injustificada, criando posições assimétricas (cfr. GIUSEPPE PORTALE e ALDO DOLMETTA, *ob. cit.*, p. 238).

shareholders decision-making (“poder decisório dos accionistas”) e *proportionality between risk bearing and control*⁹⁰ (“proporcionalidade entre risco efectivo e controlo”). Apesar da directiva das OPAs apenas obrigar os Estados-membros a regular as questões relacionadas com as ofertas concorrentes, não impondo a adopção de determinadas soluções⁹¹ (e.g. sistema de leilão), julgo que a concretização daquele *level playing field*⁹² só poderá ser obtida mediante a adopção desse sistema. Neste sentido, e para que haja lugar um verdadeiro leilão pela aquisição da sociedade visada, será necessário

que o direito português não restrinja a possibilidade de revisão da contrapartida, uma vez que direito de revisão previsto no artigo 185.º-B, n.º 1 pode não assegurar, por si só, um leilão pleno com ofertas paralelas. A possibilidade de revisão ilimitada da contrapartida, conjugada com a não preclusão do direito de revisão do artigo 184.º por força de revisão anterior ao abrigo do artigo 185.º-B, n.º 1, são dois mecanismos necessários para a efectivação real do sistema de leilão no ordenamento jurídico português. E não se diga que com tal interpretação se correria o risco de eternizar ou, pelo menos,

estender excessivamente o período de duração da oferta! O termo do processo de OPA é determinado pelo termo do prazo da oferta, sendo que os prazos das ofertas inicial e concorrente (s) são, regra geral, coincidentes (artigo 185.º-A, n.º 3). De facto, mesmo que o exercício do direito de revisão facultativa fosse limitado ou excluído por via do exercício do direito de revisão do artigo 185.º-B, n.º 1, a questão da eternização da oferta não deixaria de colocar-se por força deste último preceito. Senão vejamos.

Se uma determinada sociedade lançar uma OPA concorrente, o oferente, inicial ou concorrente (se já houver outros), podem rever a sua oferta nos termos do artigo 185.º-B, n.º 1 desde que o façam até 4 dias úteis após aquele lançamento. Uma vez efectuada esta revisão, os oferentes, que não reviram a sua oferta ao abrigo daquele preceito, poderiam em resposta a esta revisão e com base na mesma norma, rever a sua oferta⁹³. Porém, se aquela revisão tiver lugar no limite do prazo da oferta, será que os demais oferentes ainda poderiam rever a sua oferta nos termos do artigo 185.º-B, n.º 1, prorrogando-se o prazo da oferta, ou se tal direito ficaria irremediavelmente prejudicado pelo termo do

90- O relatório define este princípio com base na ideia de que os accionistas, que têm o direito de receber de forma ilimitada os lucros e de partilhar os activos em caso de liquidação, devem também deter o direito de controlar a vida da sociedade. “In open markets major (institutional) investors would normally prefer to invest where bearing the ultimate economic risk of the company confers proportionate control rights. The cost of capital of such companies is normally lower and they will be better able to raise capital on the securities markets. In the Group’s view, proportionality between the ultimate economic risk and control means that the share capital which as an unlimited right to participate in the profits of the company or in the residue on liquidation, and *only* such share capital, should normally carry control rights. All such capital should carry control rights in the proportion to the risk carried. The holders of these rights to the residual profits and assets of the company are best equipped to decide on the affairs of the company as the ultimate effects of their decisions will be borne by them” (cfr. REPORT OF THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS on issues related to takeovers bids, Bruxelas, 2002, p. 21).

91- O considerando n.º 22 da Directiva n.º 2004/25/CE do Parlamento e do Conselho, de 21 de Abril, relativa às ofertas públicas de aquisição dispõe que “os Estados-Membros devem estabelecer regras que (...) definam as condições em que o oferente concorrente tem o direito de rever a sua oferta, prevejam a possibilidade de ofertas concorrentes para os valores mobiliários de uma sociedade, estabeleçam a forma de divulgação dos resultados da oferta e o carácter irrevogável da oferta, bem como as condições admissíveis”. Neste sentido, o artigo 13.º alínea c) da referida directiva determina que “os Estados-Membros devem igualmente estabelecer regras relativas às ofertas, pelo menos nos seguintes domínios (...) ofertas concorrentes”.

92- Neste sentido, a proposta de Directiva 2002/0240 (COD) do Parlamento e Conselho de 2 de Outubro, relativa às ofertas públicas de aquisição referia, em relação ao artigo 12.º (actual artigo 13.º da Directiva das OPAs), que os Estados-Membros dispõem de um “poder discricionário no que respeita ao conteúdo destas regras (...)”, mas “devem (...) velar para que as regras nacionais que adoptadas por força deste artigo não comprometam a aplicação dos princípios gerais consignados na directiva.

93- Julgo não ser defensável uma interpretação restritiva da expressão “(...) revisão de qualquer oferta (...)” no sentido de abranger exclusivamente as revisões facultativas e não as revisões efectuadas ao abrigo do artigo 185.º-B, n.º 1 sob pena da concorrência pela aquisição da sociedade visada ficar irremediavelmente prejudicada. Se essa fosse a solução adoptada, o oferente concorrente não poderia responder à revisão da contrapartida pelos demais oferentes resultante do lançamento da sua oferta, só o poderia fazer por via da revisão facultativa e desde que se adoptasse a interpretação preconizada sobre a revisão ilimitada e a articulação entre o artigo 184.º e 185.º-B, n.º 1.

prazo da oferta? Esta última solução, sendo a única que evita a eventual⁹⁴ eternização da oferta ao limitar a revisão “ilimitada” da oferta, é substancialmente menos adequada⁹⁵ e demonstra que o problema da eternização da oferta não resulta exclusivamente da admissibilidade da revisão ilimitada da contrapartida. A solução preconizada era aliás a mais correcta antes das alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, apesar da CMVM⁹⁶ e parte da doutrina⁹⁷ entenderem que o oferente inicial e concorrente só podiam rever a contrapartida uma única vez⁹⁸.

O artigo 185.º-B, n.º 1 *in fine* do Cód.VM coloca ainda outra questão interpretativa pois, ao referir que o direito de revisão nele previsto não é precludido pelo exercício anterior, ou mesmo pelo não exercício anterior, do direito de revisão ao abrigo do artigo 184.º, deixa em aberto a solução para a situação contrária. Isto é, será

que o exercício (ou não exercício) do direito de revisão nos termos do artigo 185.º-B, n.º 1 também não exclui a possibilidade de qualquer oferente rever a sua contrapartida à luz do artigo 184.º?

Imagine-se o seguinte exemplo: A lança uma OPA sobre B e C lança, em seguida, uma oferta concorrente sobre B; A, contudo, decide não rever a contrapartida nos termos do artigo 185.º-B, n.º 1 e deixa passar o prazo de 4 dias úteis previsto no n.º 2 do mesmo preceito; imagine-se agora que faltam várias semanas para o fim da oferta ou que ambos oferentes não tinham sequer registado as suas ofertas, deverão estes ficar impossibilitados de rever a sua contrapartida nos termos do artigo 184.º? E a solução será a mesma caso ambos oferentes já tivessem efectuado o anúncio de lançamento e registado a sua oferta, não tendo revisto a oferta ao abrigo do artigo 173.º, n.º 2 alínea a)?

94- Será sempre eventual e académica, porque a aquisição da sociedade visada acima de determinado valor será económica e financeiramente desvantajosa para o oferente, que naturalmente não estará disposto a adquirir a sociedade a qualquer custo, e porque os próprios oferentes têm limitações financeiras que os impediram de adquirir por qualquer valor a sociedade visada.

95- Seria preferível consagrar a solução prevista no ordenamento jurídico italiano, francês, inglês e suíço em que se confere ao regulador o poder de fixar um dia final para a fixação dos termos da oferta por cada oferente como forma de terminar o processo de concorrência pela aquisição da sociedade visada. A atribuição desse poder ao regulador evitaria a eternização da oferta bem como as situações de desarmonia entre prazos de revisão da oferta e prazo da oferta em si, e afigura-se como uma solução mais desejável, justa, transparente, clara e adequada ao mercado, aos oferentes e aos destinatários da oferta. Acresce que a solução actual acaba por transformar o sistema português de processo de OPA concorrente num sistema de leilão mas com ofertas parcialmente fechadas e não paralelas, uma vez que um dos oferentes poderá, em determinadas situações, e no último dia do prazo da oferta, rever os termos da sua oferta, ficando os demais oferentes impossibilitados de, em tempo útil, responder àquela revisão da contrapartida.

96- No despacho de 16 de Fevereiro de 2007, em resposta a um requerimento apresentado pela Sonaecom sobre a possibilidade de revisão da contrapartida de oferta pública após declaração de renúncia unilateral ao exercício desse direito, a CMVM veio esclarecer que “o artigo 184.º, n.º 1 do Cód.VM não estabelece qualquer limite ao número de vezes que pode ser revista a oferta, ao contrário do que acontecia no âmbito do Código do Mercado de Valores Mobiliários vigente até 2000, que não permitia que a contrapartida fosse revista mais de uma vez”. Contudo, o regulador salientava que “o artigo 185.º, n.º 4 do Cód.VM (...) estabelece que, no caso de surgir uma oferta concorrente, o oferente que já tivesse revisto a sua oferta teria o direito de o voltar a fazer em reacção a essa nova oferta – o que costuma ser interpretado como a assunção, por este preceito, de que, em circunstâncias comuns, o oferente não teria oportunidade de rever a oferta mais do que uma vez”. A CMVM considerava que não era claro, face ao teor do artigo 185.º, n.º 4 que o oferente inicial tenha o direito de rever mais do que uma vez a contrapartida, parecendo defender a exclusão dessa facultade.

97- Cfr. PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 207.

98- Em primeiro lugar, esta interpretação era muito duvidosa, uma vez que a redacção do artigo 184.º, n.º 4 do Cód.VM, ao invés do artigo 558.º, n.º 1 do Código de Mercado dos Valores Mobiliários, não cerceava o número de revisões da oferta pelo que o argumento histórico admitia a revisão da contrapartida por mais do que uma vez. Em segundo lugar, o argumento literal também favorecia claramente a possibilidade de revisão ilimitada da contrapartida, pois o artigo 184.º, n.º 1 habilitava o oferente a rever a contrapartida quanto à sua natureza ou montante até 10 dias antes do fim do prazo da oferta e não estabelecia qualquer restrição a essa revisão. Em terceiro lugar, esta interpretação era reforçada pelo disposto no artigo 175.º, n.º 2 alínea a) que, se, por um lado, obrigava o oferente a lançar oferta em termos não menos favoráveis, por outro, permitia-lhe alterar livremente os termos do anúncio preliminar sem limite do número de alterações conquanto cumprisse com aquela obrigação. Em quarto lugar, cumpre referir que o artigo 185.º, n.º 4 do Cód.VM se reportava ao direito de resposta do oferente em caso de lançamento de OPA concorrente e não à revisão facultativa. Ora, estes direitos, à semelhança do que se sucede noutros ordenamentos jurídicos, não se excluem, antes se cumulam de forma articulada. Em França, o *article 232-6* do *Règlement Générale de l'AMF* dispõe que “l’initiateur a la faculté de surenchérir sur les termes de son offre ou de la dernière offre concurrente au plus tard cinq jours de négociation avant la clôture de l’offre”. Já, na Suíça, § 3 do artigo 50.º do *Verordnung über öffentliche Kaufangebot* confere ao oferente inicial o direito de revogar ou modificar, em termos menos favoráveis ou mais favoráveis, a sua oferta e tal direito não exclui o direito previsto no § 1 do artigo 15.º do *Verordnung über öffentliche Kaufangebot* de modificar a sua oferta desde que, globalmente, apresente condições mais favoráveis aos seus destinatários. Por último, não procedia o argumento baseado na ideia de que a revisão por mais do que uma vez da contrapartida pode criar condições ou mesmo preencher o tipo de ilícito do crime de manipulação de mercado. Com efeito, esta revisão era feita de forma clara, transparente e pública, não se vislumbrando como poderia potenciar ou consubstanciar um crime de abuso de mercado. As cotações não são fictícias, são fruto de um processo de OPA dinâmico em que os termos da oferta, em particular a contrapartida, vão sendo alterados. Acresce que, se o oferente subir a contrapartida, terá que pagar o novo valor oferecido aos destinatários da oferta caso a OPA venha a ter sucesso, e esse pagamento não é fictício ou artificial, antes corresponde a uma concreta valoração da sociedade visada efectuada pelo oferente (neste sentido, JOÃO CALVÃO DA SILVA cuja douta opinião foi expressa no âmbito da conferência de 12 de Junho de 2007 intitulada “Ofertas Concorrentes” do XI Curso de Direito dos Valores Mobiliários do Instituto de Valores Mobiliários da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa).

A CMVM considerou, à luz da versão inicial do Cód.VM e num PARECER GENÉRICO RELATIVO A OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO CONCORRENTES de 8 de Agosto de 2000, que “após o lançamento da oferta concorrente, a modificação da oferta inicial seguirá necessariamente os termos previstos no artigo 185.º, n.º 4 (...) por outras palavras, o oferente inicial deixa de ter direito a rever nos termos do artigo 184.º do Código”⁹⁹. Mas será que esta interpretação ainda faz sentido face ao actual artigo 185.º-B, n.º 1? Julgo que não.

A não exclusão dos direitos de revisão da contrapartida previstos nos artigos 184.º e 185.º-B, n.º 1 é bi-unívoca e resulta da necessária articulação entre esses diferentes direitos que têm inclusive uma hipótese normativa distinta. Com efeito, há quatro motivos fundamentais que levam o oferente (inicial ou concorrente) a rever a sua contrapartida: (i) o reconhecimento do aumento do valor dos activos da sociedade visada durante a pendência da OPA; (ii) o reconhecimento da insuficiência do valor da contrapartida para a aquisição do controlo da sociedade visada; (iii) a resposta ao lançamento de OPA concorrente; ou (iv) a resposta à revisão de oferta em concorrência.

Se os dois primeiros motivos conduzem à revisão da contrapartida nos termos do artigo 184.º¹⁰⁰, os dois últimos preenchem, por sua vez, a hipótese normativa do artigo 185.º-B, n.º 1. Tal distinção é tanto mais importante quanto o próprio prazo para o exercício dos respectivos direitos é radicalmente diferente. Enquanto que, na revisão facultativa, o prazo é fixado em função do fim do prazo da oferta

(5 dias antes desta data), na revisão ao abrigo do artigo 185.º-B, n.º 1, o prazo é fixado em função da data de lançamento da oferta concorrente ou da revisão de oferta em concorrência (4 dias úteis). A distinção assume também relevância para o oferente que revê a sua contrapartida, uma vez que, através dessa revisão, ele transmitirá ao mercado qual o motivo que esteve na base da decisão de rever em alta a contrapartida. A transparência e clareza do processo de OPA e o co-relacionado interesse do mercado e dos destinatários assim o exigem, pois estes, para poderem aferir das intenções e valorações efectuadas pelos oferentes, precisam de conhecer a base informativa imanente ao racional económico decisório dos oferentes em concorrência.

A eventual realização do anúncio de lançamento ou registo da oferta não afecta o entendimento exposto, uma vez que a modificação da oferta no âmbito do anúncio de lançamento é um direito distinto dos direitos de revisão da oferta e baseia-se na relação entre anúncio preliminar e anúncio de lançamento. Além disso, a solução contrária daria azo a situações injustas. Retome-mos o último exemplo e imagine-se agora que um outro oferente, D, lança uma OPA concorrente sobre B. Nesta situação, D estará numa situação privilegiada injustificada face aos demais oferentes concorrentes, porque ainda dispõe da possibilidade de revisão facultativa da oferta enquanto que os demais já viram tal faculdade excluída por força do artigo 185.º-B, n.º 1. E não se diga que os demais oferentes sempre terão a possibilidade de responder a uma revisão facultativa da contrapartida por via do artigo 185.º-B, n.º 1! É que tal revisão,

99- Vide PARECER GENÉRICO DA CMVM RELATIVO A OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO CONCORRENTES disponível em www.cmvm.pt.

100- Ainda que de forma implícita, pois o exercício do direito aí previsto não necessita de fundamento.

devido aos seus prazos apertados, ou será efectuada em condições muito diferente do que se fosse tomada com maior ponderação analítica como o seria ao abrigo do artigo 184.º, ou será mesmo inviável nos casos em que a revisão facultativa do novo oferente concorrente ocorra, por exemplo, no quinto dia antes do termo da oferta¹⁰¹.

O artigo 185.º-B, n.º 1 deve, por conseguinte, ser objecto de uma interpretação extensiva por forma a que o exercício, ou não exercício, do direito de revisão aí previsto não exclua a possibilidade de revisão da oferta por qualquer dos oferentes nos termos do artigo 184.º¹⁰².

c) *Revogação da Oferta*

A lei atribui ao(s) oferente(s) em concorrência, em caso de lançamento de OPA concorrente, o direito de revogação da sua oferta, consubstanciando aquele lançamento um fundamento de revogação da oferta nos termos do artigo 128.º (artigo 185.º-B, n.º 4)¹⁰³. Sendo o lançamento de oferta concorrente uma das vicissitudes mais importantes no *iter* de uma OPA, justifica-se a

atribuição ao(s) oferente(s) da faculdade mais gravosa para os destinatários: a revogação da oferta.

O artigo 185.º-B, n.º 4 *in fine* do Cód.VM remete para o artigo 128.º do mesmo código, o qual confere ao oferente, “em caso de alteração imprevisível e substancial das circunstâncias que, de modo cognoscível pelos destinatários, hajam fundado a decisão de lançamento da oferta, excedendo os riscos a esta inerentes”, o direito de, em prazo razoável e mediante autorização da CMVM, modificar a sua oferta ou revogá-la. Esta remissão suscita as seguintes interrogações: será que o legislador, apesar de considerar o lançamento de oferta concorrente um fundamento de revogação da oferta, quis sujeitar o exercício dessa faculdade aos requisitos cumulativos previstos no artigo 128.º¹⁰⁴? Ou será que aquela remissão se reporta exclusivamente à autorização necessária da CMVM para o exercício daquela faculdade, não podendo esta entidade negar o exercício do direito de revogação? Ou será ainda que o artigo 185.º-B, n.º 4 *in fine* deve ser objecto de interpretação ab-rogatória?

101- Imaginemos que o prazo da oferta termina a uma terça-feira e o novo oferente concorrente (sociedade D) revê a oferta na sexta-feira anterior. Neste caso, verifica-se uma desarmonia entre os prazos, pois o prazo da oferta terminaria terça-feira antes, portanto, do prazo de revisão da oferta nos termos do artigo 185.º-B, n.º 1 que terminaria, em princípio (senão houvesse feriados), quinta-feira. A solução para esta desarmonia entre estes prazos legais passará por reduzir o prazo de revisão da contrapartida do artigo 185.º-B, n.º 1 em função e por força do prazo da oferta ou prorrogar o prazo da oferta inicial. Creio que a primeira solução é a que se afigura mais correcta, uma vez que o prazo fixado para a oferta é, à luz do ordenamento jurídico português vigente, a única forma de pôr termo ao processo de OPA.

102- Tal interpretação não incorre no risco, *supra* identificado no âmbito da análise da questão da revisão facultativa ilimitada, de eternizar ou, pelo menos estender excessivamente, o período de duração da oferta. O termo do processo de OPA é, à luz do direito das OPAs vigente em Portugal, assegurado pelo termo do prazo da oferta, sendo os prazos das ofertas inicial e concorrente(s), regra geral, coincidentes (artigo 185.º-A, n.º 3). Com efeito, mesmo que o exercício do direito de revisão facultativa fosse excluído pelo exercício do direito previsto no artigo 185.º-B, n.º 1, a questão da eternização da oferta por força exclusivamente deste último preceito não deixaria de colocar-se, tal como *supra* se demonstrou. Retomando o exemplo apresentado, A e C podiam rever a sua oferta, nos termos do artigo 185.º-B, n.º 1 e até 4 dias úteis após aquele lançamento, se D lançasse uma oferta concorrente. Imagine-se agora que A revê a sua contrapartida mas C não; C poderia, em resposta a essa revisão e com base na mesma norma, rever a sua oferta. Imagine-se ainda que aquela revisão foi efectuada no limite do prazo da oferta (no exemplo apresentado seria terça-feira). Será que os demais oferentes ainda poderiam rever a sua oferta nos termos do artigo 185.º-B, n.º 1, prorrogando-se o prazo da oferta? Ou ficará tal direito irremediavelmente prejudicado pelo termo do prazo da oferta? Julgo que, tal como *supra* analisado em relação à revisão facultativa da oferta, que esta última solução, apesar de ser a única que evita a eventual eternização da oferta, é substancialmente a menos adequada.

103- Segundo AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, o lançamento de oferta concorrente funciona como uma verdadeira “condição resolutiva” (*vide* AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *ob. cit.*, p. 277). No entanto, creio que aquele lançamento não é tanto uma condição resolutiva, é antes um facto que atribui um direito potestativo aos demais oferentes.

104- Em sentido contrário, a CMVM defendeu no Parecer Genérico sobre OPAs concorrentes que “após a divulgação de anúncio preliminar, só em caso de alteração substancial das circunstâncias que fundaram a decisão de lançamento da oferta, pode o oferente, inicial ou concorrente, revogar a oferta. Neste sentido, *vide* também HUGO MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 138. Julgo que esta interpretação não é a mais correcta não só pelos argumentos acima aduzidos mas também porque esvaziaria de conteúdo prático o artigo 185.º-B, n.º 4, sendo este apenas aplicável em casos quase absurdos como reconhecem alguns defensores dessa solução (cfr. HUGO MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 134).

PAULA COSTA E SILVA defendia, antes da entrada em vigor do Decreto-Lei 219/2006, de 2 de Novembro¹⁰⁵, que o lançamento de OPA concorrente não era uma alteração imprevisível das circunstâncias daí que o legislador tenha sentido a necessidade de conferir expressamente o direito de revogação da oferta em caso de lançamento de OPA concorrente, tendo “através de regulamento, (aberto) uma porta que o CVM fechou”¹⁰⁶. A autora, apesar de não abordar directamente a questão, parece considerar que o exercício da faculdade de revogação da oferta em caso de lançamento de OPA concorrente não exige o preenchimento dos requisitos cumulativos do artigo 128.º, porque, nesse caso, aquela faculdade seria negada por não consubstanciar uma alteração imprevisível das circunstâncias.

Mesmo que o lançamento de OPA concorrente não seja considerado uma alteração das circunstâncias, a verdade é que ele coloca para trás na corrida pela aquisição da sociedade visada o oferente inicial (e os concorrentes já existentes), pois o (novo) oferente concorrente apresentará melhores condições para os destinatários. O legislador entendeu que o(s) oferente(s) – inicial ou concorrente(s) – terão a possibilidade de abandonar aquela disputa de forma antecipada, uma vez que as suas possibilidades de sucesso ficaram substancialmente reduzidas, sobretudo se não estivessem em condições de melhorar a sua oferta. Não faz sentido forçar os oferentes a continuar a suportar os custos de uma oferta que dificilmente logrará o seu objectivo. Além disso, os destinatários da oferta estão protegidos pois sempre poderão alienar os seus valores mobiliários ao novo oferente concorrente que

lhes proporciona, pelo menos, uma contrapartida mais elevada (artigo 185.º, n.º 5 por remissão do artigo 185.º-B, n.º 3). É esta a *ratio* da qualificação da oferta concorrente como fundamento da faculdade de revogação da oferta. A *ratio* do artigo 185.º-B, n.º 4 exclui, por conseguinte, a interpretação de que a remissão, contida na sua parte final para o artigo 128.º, é uma remissão global, isto é, para os requisitos cumulativos nele previstos relativos ao exercício da faculdade de revogação da oferta. Assim, parece ser plausível a interpretação que considera a remissão para a parte final do artigo 128.º, contida no artigo 185.º-B *in fine*, uma remissão específica restrita à parte final do artigo 128.º, ou seja, à necessidade de autorização prévia da CMVM para o oferente poder revogar a sua oferta. O oferente requereria à CMVM, após o anúncio de lançamento de oferta concorrente, autorização para a revogação da oferta, não podendo tal autorização ser negada pelo regulador uma vez que a mesma seria fundada num preceito legal (artigo 185.º-B, n.º 4). A autorização da CMVM seria como que um *pró-forma* da faculdade de revogação, o “carimbo oficial” de validade da revogação da oferta.

Julgo que esta interpretação, apesar de plausível, não é admissível face ao teor do artigo 185.º-B, n.º 5. Nos termos desta disposição, “a decisão de revogação é publicada logo que seja tomada, devendo sê-lo até quatro dias a contar do lançamento da oferta concorrente”¹⁰⁷. Se o oferente está obrigado a publicar a sua decisão logo que a toma, não faz sentido que a tenha que submeter previamente ao regulador (que se limita a ratificar a decisão) para, em seguida, já com a autorização da CMVM, divulgá-la. Este

105- Desconhece-se a posição actual da autora sobre esta questão.

106- Cfr. PAULA COSTA E SILVA, *ob. cit.*, p. 183. O Código do Mercado dos Valores Mobiliários não apresentava uma solução tão restritiva. De acordo com o artigo 576, n.º 3 alínea b), o oferente podia retirar a oferta quando se verificasse uma alteração anormal e imprevisível das circunstâncias em que houvesse sido fundada a decisão de lançamento da oferta, tomando-se o cumprimento da obrigação manifestamente iníquo.

107- A *ratio* deste prazo legal radica no facto de os destinatários da oferta, os eventuais investidores e o próprio mercado não poderem ficar na incerteza sobre a manutenção da oferta, impendendo durante todo o processo de OPA uma verdadeira espada de *damócles* sobre tal oferta.

entendimento é reforçado pelo prazo que o artigo 185.º-B, n.º 5 confere ao oferente para revogar a sua oferta: 4 dias a contar do lançamento da oferta e não de qualquer autorização da CMVM¹⁰⁸. Se o regulador tivesse que dar a sua autorização a tal revogação, poderia dar-se o caso de, por motivos burocráticos¹⁰⁹, não ser possível a revogação da oferta. Aquele preceito, aliado a este tipo de situações, acabam por pôr a descoberto a fragilidade da interpretação que propõe a remissão específica para a parte final do artigo 128.º. Tal interpretação acaba inclusive por desprestigiar o papel do regulador, reduzindo-o ao de uma entidade de ratificação de decisões.

Em conclusão, o artigo 185.º-B, n.º 4 *in fine* deve ser objecto de uma interpretação abrogatória no sentido de afastar a remissão para “os termos do artigo 128.º”.

C) IGUALDADE DE TRATAMENTO DOS OFERENTES

O princípio da igualdade de tratamento não tinha consagração expressa no antigo Código do Mercado dos Valores Mobiliários¹¹⁰ e na versão inicial do Código dos Valores Mobiliários. Com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, o Cód.VM passou a consagrar expressamente o princípio da igualdade de tratamento ao estabelecer, no seu artigo 185.º, n.º 7, que “a sociedade visada

deve assegurar a igualdade de tratamento entre oferentes quanto à informação que lhes seja prestada”.

O princípio da igualdade de tratamento não é mais do que uma decorrência de um dos princípios base de todo o processo de OPA e da Directiva das OPAs¹¹¹: o *level playing field*. Tal princípio baseia-se na ideia de que, se um dos oferentes dispuser de mais e/ou melhor informação fornecida pela sociedade visada, ele ficará numa posição de vantagem injustificada face aos demais oferentes, podendo determinar, em melhores condições, quais os riscos que corre com a oferta e qual o real valor da sociedade visada. Seria assim mais fácil para esse oferente alcançar o sucesso da oferta sem que nada tivesse feito para justificar a sua posição privilegiada. Na verdade, se a informação tivesse sido obtida, não por uma dívida da sociedade visada mas através da pesquisa informativa do oferente, o valor acrescentado dessa informação estaria justificado e enquadrado nas regras de mercado que norteiam a disputa pela aquisição da sociedade visada. Porém, a informação é, na maioria dos casos, disponibilizada pela sociedade visada com o intuito de frustrar a oferta inicial ou mesmo alguma das ofertas concorrentes.

Este princípio da igualdade de tratamento ganha particular importância pela sua inserção sistemática e pela introdução da nova alínea c) do artigo 182.º, n.º 3 do mesmo código. De facto, o

108- Esta é a solução do ordenamento jurídico francês (artigo 232-11 do Règlement Général de l'AMF) e espanhol (artigo 36, parágrafo 1 do Real Decreto 1197/1991, de 26 julho, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores).

109- *E.g.* a decisão de revogação ter sido tomada no último dia do prazo e, dado o adiantado da hora do último dia de prazo, e o facto de a pessoa responsável já não se encontrar na entidade reguladora, não ser possível obter a autorização do supervisor.

110- AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA apenas considerava existir, à luz do Código do Mercado dos Valores Mobiliários, um princípio fundamental em matéria de informação em sede OPA: princípio da informação adequada. Afirmava aquele autor que “em ordem a permitir aos destinatários uma escolha esclarecida, o legislador exige que o oferente e órgão de administração da sociedade visada forneçam um verdadeiro manancial de informações nos documentos da oferta, e sujeita essas informações a um prévio controlo por parte da CMVM” (*vide* AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *ob. cit.*, p. 238).

111- O Relatório de 10 de Janeiro de 2002 do Grupo de Alto Nível de peritos no domínio do direito das sociedades sobre OPAS considerava fundamental estabelecer, a nível comunitário, um *level playing field* no âmbito das ofertas públicas de aquisição, sendo que tal *level playing field* teria na sua base outros dois princípios fundamentais: o *shareholders decision-making* (“poder decisório dos accionistas”) e o *proportionality between risk bearing and control* (“proporcionalidade entre risco efectivo e controlo”) (cf. REPORT OF THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS on issues related to takeovers bids, Bruxelas, 2002, p. 21).

artigo 185.º que consagra aquele princípio tem por epígrafe “oferta concorrente”. Isto significa que a sociedade visada tem que tratar da mesma forma, sobretudo em relação à informação que presta, todos os oferentes, inicial ou concorrentes. Tal inserção sistemática demonstra a importância que a igualdade de tratamento assume no âmbito das ofertas concorrentes, sobretudo na vertente da igualdade de informação. Por sua vez, o artigo 182, n.º 3 alínea c) veio estabelecer que a procura de oferentes concorrentes (designados de *white knights*) pela sociedade visada¹¹² é um acto incluído nos poderes de gestão do órgão de administração desta na pendência da oferta, não sendo necessária a autorização concedida pela assembleia geral convocada exclusivamente para esse efeito. A inclusão expressa da procura de oferente concorrente dentro daqueles poderes de gestão reflecte o disposto no artigo 9.º, n.º 2 da já referida Directiva das OPAs.

O legislador nacional¹¹³ decidiu não concretizar, a meu ver bem, outras decorrências do princípio da igualdade de tratamento dos oferentes em sede de oferta pública de aquisição, deixando essa tarefa de densificação para o intérprete e julgador.

Contudo, o Código dos Valores Mobiliários não estabeleceu qualquer sanção específica para a violação do dever de tratamento igualitário na informação prestada aos oferentes, sendo esta, quando muito, qualificada como contra-ordenação leve (artigo 400.º alínea a) do Cód.VM). Com efeito, o artigo 393.º, n.º 2, alínea a), do Cód.VM considera “contra-ordenação muito grave a violação de qualquer um dos seguintes deveres (...) de igualdade de tratamento (...)”. No entanto, esta igualdade de tratamento reporta-se ao dever do oferente tratar de forma igual os destinatários da oferta e não ao dever da sociedade visada de assegurar o tratamento igualitário dos oferentes quanto à informação prestada. A disposição legal já existia antes da consagração da obrigação da sociedade visada assegurar aquele tratamento igualitário pelo que não se poderá reportar ao novo dever consagrado na lei. A parte final do referido preceito reforça este entendimento, pois faz referência à “observância das regras de rateio”, regras essas que apenas se aplicam ao oferente caso este lance uma OPA parcial. Assim, caso a sociedade visada viole este dever e os oferentes prejudicados provem tal incumprimento (o que não será fácil), haverá apenas lugar à aplicação de uma contra-ordenação leve à sociedade

112- A posição da CMVM, à luz da redacção inicial do Código dos Valores Mobiliários, era a de que estava proibida a procura de oferentes concorrentes pelo órgão de administração da sociedade visada (*vide* Parecer da CMVM sobre DEVERES DE COMPORTAMENTO DO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO DA SOCIEDADE VISADA NA PENDÊNCIA DE OPA disponível em www.cmvm.pt). Não creio que esta orientação fosse a mais correcta face à legislação então vigente. Com efeito, entendia-se, à luz do direito vigente antes da reforma de Novembro de 2006, que a procura de um oferente concorrente não precisava de ser autorizada pela assembleia geral da sociedade visada. O artigo 182.º, n.º 1 do Cód.VM estabelecia, e ainda estabelece, que o órgão de administração não pode praticar, na pendência da oferta, actos susceptíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afectar de modo significativo os objectivos anunciados pelo oferente. A procura pelo órgão de administração de um oferente concorrente (*white knight*), apesar de poder naturalmente prejudicar os objectivos anunciados pelo oferente (aliás o intuito da procura de um *white knight* é a frustração da oferta), não prejudica a situação patrimonial da sociedade visada, não estando, por conseguinte, preenchido um dos requisitos legais cumulativos para considerar o acto excluído do âmbito dos poderes limitados do órgão de administração na pendência de OPA (neste sentido, *vide* JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Estudos de Direito Comercial*, Almedina, 1999, p. 242; ORLANDO VOGLER GUINÉ, *A transposição da Directiva de 2004/25/CE e a limitação dos poderes do órgão de administração da sociedade visada*, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 22, Dezembro, 2005, p. 27; e JORGE BRITO PEREIRA, *A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra Editora, 2000, p. 175 e ss.). Acresce que a procura de oferente concorrentes é vantajosa para os interesses dos destinatários da oferta na medida em que, sendo a nova oferta melhor que a antecedente, estes poderão obter maior rentabilidade da alienação dos seus valores mobiliários objecto da oferta. A solução era (e é) aliás adoptada na maioria dos ordenamentos jurídicos. O direito alemão estabelece no artigo 33a § 2, ponto 2 da WpÜG que a proibição do órgão de administração e do órgão de fiscalização da sociedade visada de não praticar quaisquer actos que possam impedir o sucesso da oferta não se aplica à procura de oferentes concorrentes.

113- Os ordenamentos jurídicos alemão, francês, italiano e espanhol não consagram, de forma expressa, o princípio da igualdade de tratamento, em particular na vertente da informação disponibilizada ao oferente pela sociedade. A excepção de salutar é o legislador suíço consagrou de forma expressa, no artigo 48.º, n.º 1 da *Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung – UEK, UEV-UEK)*, o princípio da igualdade de tratamento. Essa consagração expressa tem uma inspiração notória no *Takeover Code* inglês.

visada, podendo, quando muito, a CMVM requerer, oficialmente e face à comprovação da violação do dever de tratamento igualitário, que a sociedade visada disponibilize, de imediato, a informação aos demais oferentes em concorrência. De referir ainda que o direito português não conferiu ao(s) oferente(s) prejudicado(s), ao contrário do direito inglês, a possibilidade de requer(em) a disponibilização da mesma informação que tenha sido prestada pela sociedade a um determinado oferente.

Em conclusão, entendo que, numa perspectiva *de iure condendo*, o princípio de tratamento igualitário pela sociedade visada dos oferentes em concorrência, sobretudo ao nível da informação disponibilizada, deve continuar a ser um princípio de carácter geral, cabendo ao intérprete e julgador a sua densificação no caso concreto¹¹⁴. Todavia, justifica-se, por um lado, atribuir ao potencial oferente prejudicado o direito de requerer a disponibilização da informação prestada ao outro oferente, e, por outro lado, sancionar através da consagração de uma contra-ordenação grave ou muito grave, a sociedade visada pela violação do princípio da igualdade de tratamento bem como o oferente beneficiado pelo aproveitamento de uma informação ilicitamente fornecida.

II. ARTICULAÇÃO DO REGIME DA OPA CONCORRENTE COM O DA OPA OBRIGATÓRIA

A OPA concorrente é a oferta lançada na pendência de outra oferta sobre os mesmos valores mobiliários e que se encontra sujeita ao regime

consagrado nos artigos 185.º e ss. do Cód.VM, enquanto que a OPA obrigatória é a oferta lançada por força de uma imposição legal e que está regulada nos artigos 187.º e ss. do Cód.VM.

A diferença substancial entre os regimes jurídicos da OPA concorrente e da OPA obrigatória e a sobreposição, nalguns casos, da aplicação dos mesmos geram situações de conflito entre as respectivas normas para as quais urge encontrar uma solução adequada.

Os casos de potenciais conflitos de normas que se irão analisar são os seguintes:

- a) OPA obrigatória na pendência de OPA voluntária;
- b) OPA voluntária concorrente na pendência de OPA obrigatória; e
- c) OPA obrigatória concorrente na pendência de OPA obrigatória inicial.

a) OPA OBRIGATÓRIA NA PENDÊNCIA DE OPA VOLUNTÁRIA

Considere-se o seguinte exemplo: A lança uma OPA sobre a sociedade B; C adquire, na pendência da OPA, mais de um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social de B. Neste caso, estará C sujeito ao lançamento de OPA obrigatória aplicando-se, conseqüentemente, as regras previstas nos artigos 187.º e ss.? Ou será que a OPA voluntária de A suspende a aplicação daquelas regras, podendo C lançar OPA concorrente sujeita às regras previstas nos artigos 185.º e ss.? Ou passará a resolução deste conflito de normas pela articulação do

114- Exclui-se assim a especificação, feita pelo *Takeover Code*, de um conjunto de situações em aquele princípio de tratamento igualitário dos oferentes em concorrência assume características especiais.

regime da OPA obrigatória com a OPA concorrente tendo como critério base a tutela dos interesses dos destinatários da oferta?^{115, 116}

Esta situação de conflito de normas será mais complexa se a ultrapassagem dos limiares legais resultasse da imputação de direitos de voto (*e.g.* um acordo parassocial relativo à sociedade B). Nesta situação, para além das questões *supra* suscitadas, colocar-se-ia o problema de saber se o cumprimento do dever de lançamento de OPA por um dos accionistas obrigados impediria os demais de lançar uma OPA obrigatória face ao disposto no artigo 185.º, n.º 3?

1. OPA CONCORRENTE COMO OPA OBRIGATÓRIA – APLICAÇÃO EXCLUSIVA DO REGIME DA OPA OBRIGATÓRIA

Uma das soluções defensáveis para a temática em análise seria aplicar sem mais o regime da OPA obrigatória. Assim, se, na pendência de oferta pública de aquisição, algum accionista, ou mesmo um terceiro, detivesse, directa ou indirectamente por força do artigo 20.º do Cód.VM, uma participação superior a um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada, estaria obrigado, nos termos dos artigos 187.º e ss., ao lançamento de OPA obrigatória.

A OPA teria de ser geral (mesmo que a oferta do oferente inicial e eventuais oferentes concorrentes fossem OPAs parciais), a contrapartida mínima seria fixada nos termos do artigo 188.º, o oferente inicial só poderia rever as condições da sua oferta (em particular a contrapartida) ao abrigo do artigo 184.º, e os prazos das ofertas não seriam coincidentes, correriam de forma independente¹¹⁷ à semelhança da própria liquidação das ofertas. A primazia e exclusividade seriam dadas ao regime das OPAs obrigatórias, pondo de lado o eventual carácter concorrente desta OPA e perspectivando-a exclusivamente como OPA obrigatória com a consequente exclusão da aplicação do regime das ofertas concorrentes.

Julgo que esta solução não tutela de forma adequada os interesses dos destinatários da oferta, gera situações injustas para os oferentes – inicial e concorrentes –, e prejudica a gestão da sociedade visada e o funcionamento regular do próprio mercado.

Os destinatários da oferta serão os mais prejudicados pela aplicação pura e simples das regras da OPA obrigatória, porque, apesar da OPA ser geral e incondicionada¹¹⁸, o valor da contrapartida poderá ser inferior ao que resultaria da aplicação das normas sobre ofertas concorrentes.

115- No ordenamento jurídico português, esta problemática suscitou-se na OPA sobre a Sociedade Comercial Orey Antunes, em que a sociedade Triângulo Mor – Consultoria Económica e Financeira, S.A. teve que lançar uma OPA obrigatória concorrente à da S.I.N. – Sociedade de Investimentos e Navegação, S.G.P.S., Lda. por força da ultrapassagem do limiar de direitos de voto relevantes para efeitos de dever de lançamento de OPA. A CMVM considerou a OPA como concorrente, mas desconhece-se se tal implicou a aplicação pura e simples do regime das ofertas concorrentes ou uma articulação desse regime com as regras relativas às OPAs obrigatórias.

116- A problemática em análise ganha maior relevo quando o prazo da oferta já está próximo do seu termo e se possa impedir, por força da aplicação das regras do artigo 185.º-A, o lançamento de OPA concorrente. Por outro lado, é necessário determinar se, nestas situações e admitindo o lançamento de OPA obrigatória, o prazo das ofertas deve ser coincidente ou se, ao invés, devem correr de forma separada, sendo que, caso a primeira solução seja adoptada, terá também que se aferir se a revisão da contrapartida da oferta inicial deve ser efectuado por referência à da OPA obrigatória ou se ao invés serão de aplicar as regras do artigo 184.º. A análise desta questão revela a debilidade da argumentação dos que defendem que tal artigo apenas admite uma revisão facultativa da contrapartida, pois o oferente inicial ficaria sem possibilidade de responder às condições fixadas pela OPA obrigatória.

117- O mesmo se aplicaria aos prazos de decisão das autoridades administrativas cujo parecer seria necessário para viabilizar a oferta, em particular a autorização da Autoridade da Concorrência à eventual operação de concentração e, nalguns casos, a não oposição do Banco de Portugal.

118- Neste particular, a sujeição às regras da OPA obrigatória poderia beneficiar os destinatários da oferta se as demais ofertas forem parciais ou estivessem sujeitas a condições, nomeadamente cláusulas de sucesso.

Com efeito, o maior preço pago pelo oferente, ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele estejam nalguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º, para aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta, poderá não ser superior ao preço que resultaria da subida obrigatória de 2% da contrapartida caso fossem aplicáveis as regras da OPA concorrente. É dado empírico que a cotação das acções é, por norma, inferior à contrapartida oferecida em sede de OPA pelo que é perfeitamente admissível que o preço pago por qualquer acção da sociedade visada até atingir o patamar de um terço dos direitos de voto seja inferior à contrapartida oferecida por cada acção pelo(s) oferente(s) – inicial ou concorrentes. Tal situação é tanto mais plausível quanto a ultrapassagem do limiar de um terço ou metade dos direitos de voto pode resultar da celebração de acordo parassocial entre accionistas relevantes da sociedade¹¹⁹. Acresce que o cálculo da contrapartida de acordo com o critério da alínea b) do n.º 1 do artigo 188.º também poderá não resolver esta situação injusta. É dado empírico, conforme *supra* se referiu, que a cotação das acções tende a fixar-se abaixo da contrapartida oferecida pelo oferente inicial pelo que, se a OPA obrigatória for preliminarmente anunciada

antes de terem decorrido seis meses desde o anúncio preliminar da OPA voluntária inicial, o preço médio ponderado dos valores mobiliários objecto da oferta abrangerá o período anterior ao lançamento da OPA voluntária, fazendo com que esse preço médio seja inferior à contrapartida oferecida por esta última oferta e ao preço resultante da subida de 2% da contrapartida nos termos do artigo 185.º.

Por outro lado, não procede o argumento contrário baseado na ideia de que os destinatários poderiam sempre alienar as suas acções aos demais oferentes voluntários, uma vez que a aquisição de uma participação tão relevante no capital social da sociedade visada torna difícil o preenchimento das eventuais cláusulas de sucesso daquelas ofertas. Mesmo que assim não se suceda, o oferente inicial poderá, com base no mecanismo de alteração das circunstâncias previsto no artigo 128.º, retirar a sua oferta ou modificá-la, tornando as suas condições menos favoráveis¹²⁰. Os destinatários teriam então que se contentar com o preço mais reduzido oferecido pela OPA obrigatória, podendo ter que suportar um prejuízo financeiro por terem adquirido as suas acções, na perspectiva de sucesso das ofertas voluntárias, por um valor acima da contrapartida daquela oferta mas abaixo da oferecida pelas ofertas voluntárias.

119- Nesta situação, nenhum dos accionistas relevantes teria adquirido acções da sociedade visada nos últimos seis meses.

120- Na verdade, é defensável que o lançamento de OPA obrigatória possa consubstanciar uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias que, de modo cognoscível pelos destinatários, hajam fundado a decisão de lançamento da oferta, excedendo os riscos a esta inerentes. Neste sentido, há que considerar, por um lado, o artigo 185.º-B, n.º 1 que confere a qualquer oferente o direito de proceder à revisão dos termos da sua oferta em caso de lançamento de OPA concorrente ou revisão de oferta em concorrência, e, por outro lado, o n.º 4 do mesmo preceito que qualifica o lançamento de OPA concorrente como fundamento de revogação de ofertas voluntárias nos termos do artigo 128.º. Ora, se o lançamento de OPA concorrente é fundamento de revisão ou revogação da oferta e se a revisão de oferta em concorrência confere aos outros oferentes o direito de rever os termos das suas ofertas, por maioria de razão terá que ser atribuído aos demais oferentes, em caso de lançamento de OPA obrigatória, o direito de revisão ou revogação da oferta, uma vez que, apesar da contrapartida poder ser menos favorável que a das ofertas em concorrência, a OPA obrigatória pressupõe a aquisição de uma participação que traduza o domínio da sociedade visada, e que, por esse facto, dificulte de forma substancial o sucesso das demais ofertas. Porém, julgo que a presente interpretação não se pode estribar na aplicação analógica do artigo 185.º-B, n.ºs 1 e 4 aos casos de lançamento de OPA obrigatória. Essa interpretação é afastada por força da proibição de aplicação analógica de normas excepcionais contida no artigo 10.º do Código Civil (apesar de esta norma ser objecto de diversas críticas, a meu ver bem fundadas, da doutrina). O direito de revisão ou revogação deverá ser atribuído aos demais oferentes por via do artigo 128.º, atento o disposto nos n.ºs 1 e 4 do artigo 185.º-B. Concluindo, se o legislador considerou como alteração substancial e imprevisível das circunstâncias os casos de lançamento de OPA concorrente ou revisão de ofertas em concorrência (artigo 185.º-B, n.ºs 1 e 4), então o lançamento de OPA obrigatória também deve ser qualificado como uma alteração substancial e imprevisível das circunstâncias, conferindo o mesmo direito aos demais oferentes. Podendo não ser, em essência, uma alteração imprevisível, o lançamento de OPA obrigatória é, sem dúvida, uma mudança clara no “jogo” da oferta que deveria conferir aos demais “jogadores” (oferentes) a possibilidade de mobilizarem os mecanismos mais gravosos de que dispõem.

Esta situação injusta não é evitada pela declaração da CMVM que viesse a considerar a contrapartida não devidamente justificada ou não equitativa (artigo 188.º, n.º 2) por ser inferior à contrapartida oferecida pelas ofertas voluntárias pendentes¹²¹.

Além disso, mesmo que a contrapartida oferecida pela OPA obrigatória fosse mais favorável, os destinatários podem ainda sair prejudicados, pois, ao contrário da OPA concorrente (artigo 185.º-A, n.º 6), a OPA obrigatória não concede a faculdade de revogação das declarações de aceitação, retirando àqueles o direito de alienar os seus valores mobiliários à oferta que lhes proporciona o melhor retorno financeiro caso já tenha decorrido o prazo do artigo 126.º, n.º 2 do Cód.VM.

Quanto ao oferente inicial e eventualmente o(s) concorrente(s), os seus interesses também não estão salvaguardados pela presente solução porque ficam impossibilitados de responder ao lançamento de OPA obrigatória, melhorando os termos da sua oferta. Com efeito, a possibilidade de resposta prevista no artigo 185.º-B, n.º 1 restringe-se ao lançamento de OPA concorrente ou revisão das ofertas em concorrência¹²². Acresce que a não coincidência dos prazos das ofertas impede os oferentes de concorrerem verdadeiramente entre si, em condições de igualdade e sujeitos exclusivamente às regras de natureza económica. O racional económico-financeira é posto de parte para dar lugar à estratégia, à oportunidade (quase oportunismo)

de lançar no momento certo a sua oferta, esperando ser bafejado pela sorte quanto ao não lançamento de OPA obrigatória.

A própria gestão da sociedade visada é prejudicada com a solução em análise pois os seus poderes de gestão são limitados quase *ad nutum* por força da sucessão de ofertas voluntárias e obrigatórias (artigo 182.º)¹²³, tornando inviável a adopção de uma política de gestão de médio/ longo prazo face à indefinição da sua estrutura accionista.

Por fim, a tutela dos interesses do mercado não está igualmente assegurada na medida em que se permite a existência de sucessivas ofertas públicas de aquisição, voluntárias e obrigatórias, sem prazos coincidentes, sem verdadeira concorrência pela aquisição da sociedade visada e com recurso a mecanismos de oportunidade pouco transparentes. O mercado exige transparência, clareza, celeridade e concorrência. A sujeição exclusiva às regras da OPA obrigatória põe em causa essas primícias fundamentais do mercado.

2. OPA OBRIGATÓRIA COMO OPA CONCORRENTE – APLICAÇÃO EXCLUSIVA DO REGIME DA OPA CONCORRENTE

Outra alternativa para a presente problemática passaria pela aplicação, sem mais, do regime da OPA concorrente. Assim, se, na pendência de oferta pública de aquisição, algum accionista, ou mesmo um terceiro, detivesse, directa ou

121- A fixação da contrapartida de uma OPA depende primacialmente da eficiência que o oferente é capaz de aportar à gestão da sociedade visada e das sinergias resultantes da concentração empresarial entre aquela e o oferente. Assim, não é possível sustentar que o facto da contrapartida oferecida pela OPA obrigatória ser inferior à oferecida pela(s) OPA(s) voluntária(s) – inicial ou concorrente(s) – a convola, imediata e automaticamente, numa contrapartida não justificada e não equitativa. Tudo dependerá do grau de partilha do prémio de controlo que aquela contrapartida represente, sendo, por conseguinte, possível, e até natural, que a contrapartida de OPA obrigatória seja justificada e equitativa apesar de inferior à oferecida pela(s) OPA(s) voluntária(s) pendentes.

122- Contudo, aqueles sempre teriam a possibilidade de rever facultativamente a oferta se se entender que o exercício desta faculdade é “ilimitado”, independente do exercício anterior da faculdade de revisão prevista no artigo 185.º-B, n.º 1, e conferido a todos os oferentes, inclusive os concorrentes. Mas, mesmo neste caso, os oferentes podem ficar impedidos de rever a sua oferta porque aquela faculdade de revisão termina cinco dias antes do prazo da oferta pelo que, se a OPA obrigatória for lançada após o decurso daquele prazo ou no seu termo, é impossível aos oferentes voluntários rever os termos das suas ofertas.

123- Relembre-se que os prazos não são coincidentes.

indirectamente por força do artigo 20.º do Cód.VM, uma participação superior a um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada, estaria obrigado, nos termos dos artigos 187.º e ss., ao lançamento de OPA obrigatória mas sujeita exclusivamente ao regime das ofertas concorrentes. Essa OPA teria de incidir sobre quantidade de valores mobiliários igual àquela que é objecto da oferta inicial, a contrapartida mínima seria fixada nos termos do artigo 185.º, n.º 5, os oferentes, – inicial ou concorrentes –, poderiam rever, ao abrigo do artigo 185.º-B, n.º 1, as condições da oferta, e os prazos e liquidação das ofertas seriam coincidentes, não correndo de forma independente.

Nesta solução, a primazia e exclusividade seriam portanto dadas ao regime das OPAs concorrentes, pondo de lado o eventual carácter obrigatório¹²⁴ dessa OPA, e, conseqüentemente, a aplicação do seu regime. A OPA obrigatória seria apenas perspectivada como OPA concorrente.

Julgo que a solução apresentada, apesar de ser mais justa e equilibrada, afastando grande parte dos inconvenientes levantados pela solução anterior, deve ser rejeitada pelos seguintes motivos: (i) falta de tutela adequada dos interesses dos destinatários da oferta, (ii) prejuízo para os interesses dos oferentes voluntários (inicial ou concorrentes), (iii) tratamento de favor desta espécie “particular” de OPA obrigatória em detrimento das demais situações que geram o

dever de lançamento de OPA obrigatória, e (iv) pelo facto de ser contrária ao funcionamento regular do mercado.

Os interesses dos destinatários não são protegidos adequadamente, porque, apesar do valor da contrapartida da OPA obrigatória concorrente ter que ser superior em 2% à da oferta antecedente sendo, por isso, melhor que a anterior, a oferta poderá não ser geral (se a oferta inicial também não o for) e ficar sujeita às mesmas condições daquela, nomeadamente às cláusulas de sucesso da oferta. Por outro lado, esta solução provocaria uma pressão vendedora inadmissível sobre os destinatários da oferta. Na verdade, face à aquisição de participação tão relevante pelo oferente obrigado ao lançamento, as restantes ofertas teriam uma probabilidade muito reduzida de serem bem sucedidas, sobretudo por força das habituais cláusulas de sucesso que são apostas às ofertas voluntárias. Assim, os destinatários, com receio de não conseguirem alienar as suas acções a um dos oferentes voluntários, ver-se-iam forçados a aceitar a oferta obrigatória concorrente. A situação seria ainda mais injusta se as demais ofertas oferecessem uma contrapartida final superior à daquela oferta¹²⁵.

Os próprios oferentes (inicial e concorrentes) são igualmente prejudicados por aquela pressão vendedora pois, mesmo que tenham apresentado ofertas com melhores condições, não lograrão alcançar o sucesso da sua oferta devido a factores externos ao normal funcionamento do mercado.

124- Seria apenas obrigatória por ser um dever resultante do artigo 187.º, n.º 1 do Cód.VM.

125- Assim, mesmo que os oferentes – inicial ou concorrente(s) - revissem a sua contrapartida na sequência do lançamento da OPA obrigatória concorrente, ou até de forma facultativa, e o oferente obrigado não o fizesse, a oferta lançada por aquele poderia ter sucesso por força da referida pressão vendedora.

A solução em análise cria também um problema sistemático e de coerência do ordenamento jurídico na medida em que diferencia, de forma injustificada, a OPA obrigatória lançada na pendência de OPA voluntária da OPA obrigatória lançada na não pendência de OPA voluntária, privilegiando a primeira face à segunda. Enquanto que, numa situação “normal” (em que não está pendente OPA voluntária sobre a sociedade visada), o participante que adquira mais de um terço ou metade dos direitos de voto nessa sociedade tem de lançar OPA geral e incondicionada, na situação em apreço (isto é, estando pendente OPA voluntária) o participante podia lançar OPA parcial (se a oferta inicial também o fosse) e sujeitá-las às mesmas condições da oferta antecedente. Esse privilégio será tanto maior quanto a contrapartida, calculada nos termos do artigo 185.º, n.º 5, for inferior à que resultaria da aplicação do artigo 188.^{o126}.

Por último, a aplicação exclusiva do regime das OPAs concorrentes, apesar de não dar lugar à existência de sucessivas ofertas públicas de aquisição – voluntárias e obrigatórias – sem prazos coincidentes, sem verdadeira concorrência pela aquisição da sociedade visada e com recurso a mecanismos de oportunidade pouco transparentes como a primeira solução acima apresentada, continua a não defender de forma adequada os interesses do mercado, pois não tutela de forma razoável a clareza e a igualdade exigidas por este.

3. OPA CONCORRENTE E OBRIGATÓRIA – ARTICULAÇÃO ENTRE O REGIME DA OPA OBRIGATÓRIA E O DA OPA CONCORRENTE EM FUNÇÃO DA TUTELA DOS DESTINATÁRIOS DA OFERTA

A terceira solução possível para a presente problemática consiste na articulação entre o regime das OPAs obrigatórias e OPAs concorrentes. Ou seja, se, na pendência de oferta pública de aquisição, algum accionista, ou mesmo um terceiro, detivesse, directa ou indirectamente por força do artigo 20.º do Cód.VM, uma participação superior a um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada, estaria obrigado, nos termos dos artigos 187.º e ss., ao lançamento de OPA obrigatória sujeita não só ao regime das ofertas concorrentes, mas também ao das ofertas obrigatórias. A OPA seria assim obrigatória e concorrente¹²⁷.

A solução proposta exige que se determine qual a forma de articulação entre aqueles diferentes regimes, fixando um critério para a resolução dos possíveis conflitos entre as normas dos mesmos.

Julgo que o melhor critério de articulação entre as normas da OPA concorrente e as da OPA obrigatória é a tutela dos destinatários da oferta. A tutela dos destinatários é um dos pilares da Directiva das OPAs que, na sequência do Relatório de 10 de Janeiro de 2002 do Grupo de

126- Tal privilégio prejudica aliás os destinatários da oferta pois, conforme *supra* se referiu, estes ficariam privados da normal “retribuição” decorrente da aquisição de controlo por um participante que lhes proporciona uma OPA geral, sem condições e com partilha do prémio de controlo.

127- Esta é a solução defendida pela doutrina alemã que considera não haver qualquer diferença particular pelo facto de a oferta pública concorrente ser obrigatória e não voluntária, a não ser o facto de ter que ser geral e incondicionada (cfr. CHRISTOPH ROTHENFUSSER/ÜLRIKE FRIESE-DORMANN/NORBERT RIEGER, *ob. cit.*, p. 2). Esta solução não coloca problemas práticos de maior no ordenamento jurídico alemão, uma vez que a lei alemã não estabelece quaisquer requisitos para o lançamento de OPA concorrente, com excepção do prazo.

Alto Nível de Peritos no domínio do direito das sociedades sobre OPAS¹²⁸, procurou estabelecer, a nível comunitário, um *level playing field* no âmbito das ofertas públicas de aquisição, sendo que tal *level playing field* tem na sua base dois princípios fundamentais: *shareholders decision-making* (“poder decisório dos accionistas”) e *proportionality between risk bearing and control* (“proporcionalidade entre risco suportado e controlo”). É com base na defesa deste poder decisório dos accionistas que deverão ser resolvidos, caso a caso, os conflitos entre o regime das OPAs obrigatórias e o das OPAs concorrentes sem descurar, em absoluto, os demais interesses em causa, nomeadamente os dos oferentes em concorrência, da sociedade visada e do mercado.

Analisar-se-á em seguida, caso a caso, quais os preceitos que regulam o lançamento e processo da OPA obrigatória concorrente.

a) *Objecto*

Quanto ao objecto da OPA obrigatória concorrente, a norma aplicável será não o artigo 185.º, n.º 5, mas o artigo 187.º, n.º 1, devendo, portanto, a oferta ser universal.

Em primeiro lugar, os destinatários da oferta não podem ficar numa situação pior do que a estariam caso fosse aplicável o regime normal das OPAs obrigatórias. A pendência de OPA voluntária não justifica o afastamento do princí-

pio geral de universalidade da OPA obrigatória, prejudicando a partilha do prémio de controlo a que, em circunstâncias normais, os accionistas teriam direito. Os destinatários não podem ser forçados a aceitar uma mudança de controlo sem lhes ser dada a possibilidade de sair (*exit*) da sociedade e esse direito só será efectivo se a oferta se dirigir a todos os titulares de acções da sociedade visada ou de valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.

Em segundo lugar, os interesses dos oferentes voluntários (inicial e concorrentes) não saem prejudicados, uma vez que, sendo a OPA obrigatória concorrente uma oferta universal, o seu objecto nunca abrangerá um número inferior de valores mobiliários ao das demais ofertas em concorrência¹²⁹.

Em terceiro lugar, a sociedade visada também não sairia lesada, pois uma OPA universal aumenta a probabilidade de sucesso da oferta e evita as situações de impasse ao nível do domínio societário que podem resultar do lançamento de OPAs parciais.

Por último, a transparência, clareza, igualdade e concorrência do mercado ficariam salvaguardadas visto que a aquisição de controlo do obrigado ao lançamento forçá-lo-ia a conceder aos accionistas da sociedade visada a possibilidade de alienarem as suas acções em circunstâncias de igualdade. Não se criariam deste modo situações de excepção injustificadas e geradoras de privilégios injustos¹³⁰.

128- Cfr. REPORT OF THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS on issues related to takeovers bids, Bruxelas, 2002, p. 21. É também um dos princípios subjacentes ao Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro que transpôs aquela directiva.

129- Além disso, entendo que esta solução não lesaria o oferente obrigado ao lançamento face aos demais oferentes concorrentes, pois estes poderiam de todo o modo lançar OPA parcial caso a OPA inicial também fosse parcial. A aquisição de controlo (pressuposto de OPA obrigatória) implica sempre o lançamento de OPA universal. Essa seria a consequência normal da ultrapassagem da fasquia de direitos de voto relevantes, solução contrária seria excepcional e privilegiária, de forma clara e injustificada, o oferente obrigado. Acresce que a aquisição de controlo da sociedade visada permite-lhe, conforme *supra* se referiu, ficar numa posição de vantagem face aos demais oferentes o que contrabalança o seu dever de lançamento de OPA universal.

130- E não se diga que a concorrência do mercado não é assegurada de forma adequada, uma vez que, em condições normais, o oferente teria de lançar uma OPA obrigatória e, além disso, o controlo que agora detém da sociedade concede-lhe, em termos práticos, uma posição de vantagem face aos demais oferentes voluntários, nomeadamente ao nível informativo e a da gestão, permitindo-lhe, nalguns casos, tomar inclusive decisões legais que prejudicam as ofertas voluntárias.

b) *Contrapartida*

Relativamente à contrapartida, ela terá que corresponder ao mais elevado dos montantes calculados nos termos do artigo 185.º, n.º 5 ou artigo 188.º, n.º 1. Ou seja, será necessário calcular, separadamente, o valor da contrapartida de acordo com a alínea a), do n.º 1, do artigo 188.º, com a alínea b) do mesmo preceito e de acordo com o artigo 185.º, n.º 5, para, em seguida, efectuar uma análise comparativa e fixar como contrapartida a que apresentar o valor mais elevado.

Esta é a única solução que tutela de forma adequada os interesses dos destinatários uma vez que, como *supra* se demonstrou, o maior preço pago pelo oferente, directa ou indirectamente pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta poderá não ser superior ao preço que resultaria da subida obrigatória de 2% da contrapartida caso fossem aplicáveis as regras da OPA concorrente. Por outro lado, e como também *supra* se referiu, os mecanismos previstos nos n.ºs 2 e 3 do artigo 188.º poderão não permitir a fixação de uma contrapartida superior e a aquisição de uma participação tão relevante no capital social da sociedade visada dificulta o preenchimento das eventuais cláusulas de sucesso daquelas ofertas. Acresce que o oferente inicial poderá, com base no mecanismo das alterações das circunstâncias previsto no artigo 128.º, retirar a sua oferta ou modificá-la, tornando as suas condições menos favoráveis. Nestes casos, os destinatários saem claramente prejudicados na medida em que, tendo sido fixado um determinado patamar de contrapartida pelas ofertas voluntárias, o lançamento de OPA obrigatória frustraria a alienação dos seus

valores mobiliários por aquele valor e geraria prejuízos reais para os accionistas que adquiriram acções acima da contrapartida da OPA obrigatória, mas abaixo da das OPAs voluntárias na expectativa de realização da mais-valia resultante da alienação das acções a uma das ofertas voluntárias.

A solução proposta permite ainda, caso a contrapartida não fosse devidamente justificada nos termos do artigo 188.º, n.º 2 ou se se presumisse não equitativa de acordo com alguma das alíneas do n.º 3 do mesmo preceito e tal presunção não fosse elidida, fixar uma contrapartida superior à resultante da aplicação do artigo 185.º, n.º 5. Os destinatários teriam deste modo assegurado uma contrapartida que corresponde, por um lado, à partilha do prémio de controlo pois ela não será inferior à que resultaria da aplicação do artigo 188.º, e, por outro lado, não frustra, ou melhor não prejudica, as expectativas geradas em relação à alienação das acções da sociedade visada a um determinado preço, na medida em que a contrapartida da OPA obrigatória concorrente será sempre superior à das ofertas pendentes.

Quanto aos interesses dos oferentes voluntários – inicial ou concorrentes –, os seus interesses são também tutelados de forma adequada visto que a contrapartida da OPA obrigatória concorrente nunca poderá ser inferior à que resultaria da aplicação do artigo 185.º, n.º 5. Assim, o oferente obrigado não sai beneficiado face aos demais oferentes em concorrência, ele tem que se submeter às regras de disputa pela aquisição da sociedade. Por sua vez, a pressão vendedora que a OPA obrigatória provoca sobre os destinatários já não se afiguraria injusta pois a partilha do prémio pela tomada de controlo da sociedade visada encontra-se agora reflectido na contrapartida fixada.

Por fim, o mercado não sairia afectado com a adopção desta solução. A igualdade de mercado encontra-se assegurada, porque, por um lado, o oferente obrigado tem de lançar OPA, pelo menos, nos mesmos termos em que teria de lançar um outro oferente concorrente voluntário e, por outro lado, não beneficia de uma posição privilegiada face a um normal sujeito obrigado ao lançamento de OPA na não pendência de OPA voluntária. A transparência e clareza do mercado estão igualmente salvaguardadas porquanto a fixação da contrapartida beneficiará os destinatários e a pendência de OPA voluntária não permitirá falsear ou contornar as regras de funcionamento do mercado aplicáveis às OPAs concorrente ou obrigatória. Quanto à concorrência, ela não sai afectada porque a nova oferta será sempre melhor que a antecedente e, apesar da pressão vendedora ser real, na medida em que o oferente “adquiriu” o controlo da sociedade visada (por ultrapassagem dos patamares relevantes de direitos de voto) tornando mais difícil o sucesso das demais ofertas, os destinatários têm garantido o prémio de controlo e direito de saída por preço equitativo.

c) *Condições*

A norma aplicável à OPA obrigatória concorrente no que toca às suas condições será o artigo 187.º, n.º 5, ou seja, a OPA deve ser incondicionada. A justificação desta solução é similar à argumentação já expandida em relação ao objecto da oferta.

Os destinatários não podem ficar numa situação pior que a estariam caso fosse aplicável o regime normal das OPAs obrigatórias, pois a

pendência de OPA voluntária não justifica o afastamento do princípio geral da incondicionalidade da OPA obrigatória, fazendo perigar o sucesso da oferta e a consequente partilha do prémio de controlo¹³¹. Já os interesses dos oferentes voluntários – inicial e concorrentes – são tutelados de forma adequada, uma vez que, sendo a OPA incondicionada, ela será, pelo menos, idêntica às demais ofertas em concorrência caso estas sejam também incondicionadas. Não há, por conseguinte, qualquer tratamento de favor para o adquirente de controlo por força da pendência de OPA voluntária sobre a sociedade visada. Por último, como a OPA incondicionada tem maior probabilidade de sucesso, evitam-se deste modo as situações de impasse ao nível do domínio societário e os interesses da sociedade visada não saem lesados.

d) *Direitos dos Oferentes Anteriores*

Relativamente à possibilidade de revisão das ofertas voluntárias, julgo que os n.ºs 1 e 4 do artigo 185.º-B serão aplicáveis ao lançamento ou revisão de OPAs obrigatórias concorrentes, isto é, deverá ser concedido aos oferentes voluntários em concorrência o direito de, respectivamente, revogar ou rever a sua oferta em caso de lançamento ou revisão¹³² de OPA obrigatória concorrente.

A faculdade de revisão prevista no artigo 185.º-B, n.º 1, na letra da lei parece, numa primeira análise, afastar tal entendimento, uma vez que faz unicamente referência ao “lançamento de OPAs concorrentes” e à “revisão das ofertas em concorrência”, transmitindo a ideia de que o legislador apenas teve em mente a oferta inicial

131- A aposição de condições, em particular cláusulas de sucesso mesmo que similares às da oferta anterior, além de pôr em causa o sucesso da oferta e o direito de saída (*exit*) da sociedade visada, aumenta de forma inaceitável a pressão vendedora sobre os destinatários da oferta. Os destinatários da oferta não podem ser forçados a aceitar uma mudança de controlo sem lhes ser dada a possibilidade de sair (*exit*) da sociedade, sendo que tal possibilidade, enquanto pilar estruturante das OPAs obrigatórias, só será real se a oferta, além de se dirigir a todos os titulares de valores mobiliários da sociedade visada, for também incondicionada.

132- Sobre a admissibilidade da faculdade de revisão das OPAs obrigatórias concorrentes em caso de lançamento de OPA concorrente ou revisão de ofertas em concorrência, *vide* Título II. Articulação do Regime Jurídico da OPA Concorrente com o da OPA Obrigatória, Capítulo A) OPA Obrigatória na pendência de OPA Voluntária, Secção 3. OPA Concorrente e Obrigatória – Articulação entre o regime da OPA Obrigatória e o da OPA Concorrente em função da Tutela dos Destinatários da Oferta, Subsecção f) Revisão da Oferta *infra*. Por ora presumir-se-á a existência de tal faculdade.

e as subsequentes ofertas concorrentes. Contudo, é necessário proceder a uma decomposição analítica deste preceito normativo.

Começando pelo fim, isto é, pela expressão “revisão das ofertas em concorrência”, a letra da lei acaba por não excluir de forma liminar a aplicação do preceito às OPAs obrigatórias, pois a OPA obrigatória é, quando lançada na pendência de OPA voluntária, uma OPA em concorrência com esta última. Ambas visam o controlo da sociedade visada ainda que através de mecanismos distintos. Enquanto o oferente voluntário procura adquirir o controlo da sociedade que presentemente não detém, transformando o controlo do oferente obrigado em mera minoria de bloqueio de certas matérias societárias (*e.g.* alterações estatutárias, aumentos de capital), o oferente obrigado procura reforçar o seu actual controlo, impedindo os oferentes voluntários de adquirir uma maioria de domínio da sociedade. A OPA obrigatória é perspectivada como verdadeira OPA concorrente, ainda que sem negligenciar o seu carácter obrigatório¹³³. Julgo, por conseguinte, que a expressão “ofertas em concorrência” deve ser objecto de uma interpretação extensiva no sentido de abranger também as ofertas obrigatórias lançadas na pendência de oferta voluntária, concedendo-se aos oferentes voluntários a faculdade de reverem as suas ofertas em resposta à revisão das ofertas concorrentes.

O mesmo raciocínio é válido para a expressão “lançamento de oferta concorrente”. Sendo a oferta obrigatória qualificada como OPA

concorrente quando lançada na pendência de OPA voluntária, a expressão “lançamento de oferta concorrente” tem que ser objecto de interpretação extensiva por forma a abranger tais ofertas obrigatórias.

De referir que o direito de revisão terá, em ambos os casos (lançamento ou revisão de OPA obrigatória concorrente), que ser exercido nos termos do artigo 185.º-B, n.ºs 2 e 3.

No que concerne à faculdade de revogação das ofertas voluntárias nos termos do artigo 185.º-B, n.º 4, julgo que esse direito também assiste aos oferentes anteriores no caso de lançamento de OPAs obrigatórias concorrentes, não afectando dessa forma os interesses dos destinatários da oferta. De facto, não podendo a contrapartida da OPA obrigatória concorrente ser inferior à que resultaria do artigo 185.º, n.º 5, o retorno proporcionado pela alienação das acções ao oferente obrigado será sempre superior ao retorno resultante da aceitação das ofertas antecedentes pelo que não haverá qualquer prejuízo para os destinatários decorrente da revogação das ofertas voluntárias de acordo com o disposto no artigo 185.º-B, n.º 4¹³⁴.

O mesmo entendimento aplica-se à faculdade de revisão das ofertas voluntárias em termos menos favoráveis nos termos do artigo 185.º-B, n.º 1¹³⁵. Se não existe qualquer prejuízo para os destinatários decorrente da “qualificação” da OPA obrigatória como OPA concorrente quando lançada na pendência de OPA voluntária e aceitando a interpretação extensiva do artigo

133- Relembre-se que a oferta é geral e incondicionada.

134- De salientar que a decisão de revogação da oferta tem que ser publicada logo que seja tomada, devendo sê-lo até quatro dias a contar do lançamento da OPA obrigatória concorrente (artigo 185.º-B, n.º 5).

135- Sobre a admissibilidade da revisão das ofertas em termos menos favoráveis em virtude do lançamento de OPA concorrente ou revisão das ofertas em concorrência, *vide* Título I. Regime Jurídico da OPA Concorrente, Capítulo B) Efeitos do Lançamento de Oferta Concorrente, Secção 2. Direitos dos Oferentes Anteriores, Subsecção b) Modificação da Oferta *supra*.

185.º-B, n.º 1, aos oferentes em concorrência têm que ser atribuído o direito de rever a sua oferta, mesmo em termos menos favoráveis, face ao lançamento de OPA obrigatória concorrente ou à sua revisão¹³⁶.

A interpretação ora defendida quanto à aplicação dos n.ºs 1 e 4 do artigo 185.º-B do Cód.VM é a única defensável de um ponto de vista da tutela dos interesses dos oferentes voluntários¹³⁷ e do mercado¹³⁸ e a que assegura o *level playing field* na concorrência pela aquisição de controlo da sociedade.

e) *Revogação das Aceitações Anteriores*

Quanto à faculdade de revogação das aceitações entretanto dadas por titulares de valores mobiliários, ela não deve ser excluída no lançamento de OPA obrigatória quando esteja pendente OPA voluntária sobre a sociedade visada. Aplicar-se-á, portanto, o artigo 185.º-A, n.º 6, tendo os titulares de valores mobiliários da sociedade visada que aceitaram uma oferta antecedente a faculdade de revogarem as suas aceitações até ao último do período das aceitações. Com efeito, não se justifica a exclusão de tal faculdade atenta a mudança de controlo da sociedade, o potencial fracasso das ofertas voluntárias e as melhores condições económico-financeiras proporcionadas pela oferta obrigatória. A tutela

dos destinatários não se coadunaria com o afastamento daquele direito de revogação¹³⁹.

f) *Revisão da Oferta*

No que toca à faculdade de revisão da oferta obrigatória, é necessário clarificar se o oferente obrigado ao lançamento tem o direito de rever a sua oferta nos termos do artigo 184.º e do artigo 185.º-B, n.º 1 ou se, uma vez fixada a contrapartida da oferta no anúncio preliminar e tendo a CMVM declarado tal contrapartida devidamente justificada e equitativa (artigo 188.º, n.º 2), o oferente obrigado ao lançamento fica impossibilitado de proceder à sua revisão.

Julgo que a primeira solução é a que se revela mais adequada de um ponto de vista da tutela dos destinatários, limitando-se, contudo, aquela revisão ao valor da contrapartida pois a OPA obrigatória concorrente tem que ser geral e incondicionada.

Em relação à faculdade de revisão prevista no artigo 185.º-B, n.º 1, poderia defender-se, numa primeira análise, que a letra da lei afasta tal entendimento, porque a expressão a “qualquer oferente” parece apenas abranger os oferentes voluntários tanto mais que o proémio do preceito se reporta ao lançamento de oferta concorrente e à revisão de ofertas em concorrência.

136- Por outro lado, este entendimento justifica-se com base num argumento *a maior ad minus*. Isto é, se se admite o mais (revogação da oferta em resposta ao lançamento de OPA obrigatória concorrente – artigo 185.º-B, n.º 4), tem que se admitir o menos (revisão das ofertas em concorrência em termos menos favoráveis – artigo 185.º-B, n.º 1).

137- Aos oferentes concorrentes tem que ser atribuído o direito de resposta em caso de lançamento de oferta concorrente, ainda que obrigatória, pois tal oferta entra em concorrência directa com as suas. E não se diga que os oferentes voluntários sempre teriam a faculdade de rever facultativamente a oferta desde que se entenda que o exercício desta faculdade é “ilimitado” (isto é, independente do exercício anterior da faculdade de revisão prevista no artigo 185.º-B, n.º 1) e conferido a todos os oferentes, mesmos os concorrentes. É que tal direito de revisão termina cinco dias antes do prazo da oferta pelo que se a OPA obrigatória for lançada, ou mesmo revista, após o decurso daquele prazo ou no seu termo, é impossível que os oferentes voluntários revejam os termos das suas ofertas.

138- O entendimento ora defendido garante a igualdade e concorrência no mercado, pois seria de todo injustificado que uma oferta, por ser obrigatória, não concedesse aos demais oferentes voluntários anteriores a possibilidade de responderem e de concorrerem pela aquisição da sociedade visada. Só assim se alcança o *level playing field* – pressuposto do bom funcionamento do mercado e como tal objectivo fundamental da recente Directiva das OPAs (cfr. REPORT OF THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS on issues related to takeovers bids, Bruxelas, 2002, p. 21).

139- A igualdade e a concorrência, enquanto pilares do mercado de capitais e princípios estruturantes da disputa pela aquisição da sociedade, justificam igualmente a presente solução na medida em que aos destinatários tem de ser conferida a possibilidade de escolher a melhor oferta em concorrência, não podendo ser aprisionados a qualquer uma delas evitando-se assim benefícios legais infundados.

Todavia, a letra da lei não exclui de forma liminar a aplicação do preceito às OPAs obrigatórias.

Em primeiro lugar, conforme *supra* referido¹⁴⁰, as expressões “lançamento de oferta concorrente” e “revisão de ofertas em concorrência” abrangem o lançamento e revisão de OPAs obrigatórias quando lançadas ou revistas na pendência de ofertas voluntárias pelo que, consequentemente, a expressão “qualquer oferente” não pode ser limitada aos oferentes voluntários. Em segundo lugar, o pronome indefinido “qualquer” não restringe o oferente em função do tipo de oferta, nomeadamente voluntária ou obrigatória. Em terceiro lugar, a OPA obrigatória é, quando lançada na pendência de OPA voluntária, uma OPA em concorrência com esta última. Ambas visam o controlo da sociedade visada ainda que através de mecanismos distintos¹⁴¹. Concluindo, a expressão “qualquer oferente” deve ser objecto de uma interpretação extensiva no sentido de abranger também as ofertas obrigatórias lançadas na pendência de oferta voluntária, concedendo-se ao oferente obrigado a faculdade de rever a sua oferta em resposta ao lançamento ou à revisão das ofertas voluntárias. O entendimento preconizado garante a igualdade e a concorrência de mercado. O oferente não pode, pelo facto de a sua oferta ser obrigatória, ficar impedido de responder ao lançamento de oferta concorrente ou à revisão das ofertas em concorrência, vendo-lhe ser negada a possibilidade de

concorrer pela aquisição da sociedade visada. Só assim se assegura a “igualdade de armas”, ou seja, o proclamado *level playing field* – pressuposto do bom funcionamento do mercado e objectivo fundamental da Directiva das OPAs.

O mesmo raciocínio é válido em relação ao artigo 184.º ainda que porventura de forma menos intensa. A letra da lei parece, novamente e numa primeira análise, excluir a faculdade de revisão da oferta pelo oferente obrigado, na medida em que o preceito se dirige primacialmente às ofertas voluntárias¹⁴². No entanto, a aplicação deste artigo, embora tenha de ser objecto de algumas adaptações¹⁴³, justifica-se plenamente.

A expressão “oferente”, apesar de se dirigir aos oferentes voluntários, não restringe o seu campo de aplicação a tais oferentes, podendo ser objecto de interpretação extensiva no sentido de abranger os oferentes obrigados ao lançamento de OPA. Além disso, e tal como *supra* referido, a OPA obrigatória é, quando lançada na pendência de OPA voluntária, uma OPA em concorrência com esta última. É verdade que a faculdade de revisão facultativa da oferta não é fundamental para assegurar a concorrência entre todas as OPAs em disputa. Ainda assim, os termos distintos de revisão da oferta previstos no artigo 185.º-B, n.ºs 1 a 3 e no artigo 184.º do Cód.VM resultam da dualidade de fundamentos dos direitos aí consagrados, sendo o primeiro a expressão do exercício de um direito

140- Cfr. Título II. Articulação do Regime Jurídico da OPA Concorrente com o da OPA Obrigatória, Capítulo A) OPA Obrigatória na pendência de OPA Voluntária, Secção 3. OPA Concorrente e Obrigatória – Articulação entre o regime da OPA Obrigatória e o da OPA Concorrente em função da Tutela dos Destinatários da Oferta, Subsecção d) Direitos dos Oferentes Anteriores *supra*.

141- Enquanto o oferente voluntário procura adquirir o controlo da sociedade que por ora não detém, o oferente obrigado procura reforçar o seu controlo, impedindo os oferentes voluntários de adquirir uma maioria de domínio da sociedade e transformando o controlo do oferente obrigado em mera minoria de bloqueio de certas matérias societárias (e.g. alterações estatutárias, aumentos de capital).

142- Tal facto resulta claro do n.º 2 do artigo 184.º que estabelece que as condições da oferta revista não podem ser menos favoráveis e, conforme *supra* se constatou, a OPA obrigatória concorrente tem que ser incondicionada.

143- Isto é, apesar de se reconhecer que o artigo foi pensado para as ofertas voluntárias, será necessário, ao aplicá-lo às ofertas obrigatórias, adaptá-lo de forma a apreender as especificidades desta espécie de oferta.

de resposta em sede de concorrência pela aquisição daquela sociedade e o segundo um reconhecimento do aumento do valor dos activos da sociedade visada ou da insuficiência do valor da contrapartida como prémio para a aquisição do controlo da mesma¹⁴⁴. Em suma, pode afirmar-se que a atribuição do direito de revisão facultativa da oferta ao oferente obrigado não é uma decorrência forçosa da igualdade e concorrência do mercado ou um mecanismo fundamental para assegurar o *level playing field*, mas uma imposição de coerência sistemática, de clareza e de transparência do processo de OPA baseado na igualdade de armas entre os oferentes e no racional económico-financeiro do mercado enquanto critério decisório da aquisição de controlo da sociedade visada.

g) Direito de Revogação da Oferta Obrigatória

O oferente obrigado ao lançamento de OPA na pendência de OPA voluntária deverá estar impedido de revogar a sua oferta nos termos do artigo 185.º-B, n.º 4 caso seja lançada uma OPA concorrente. O lançamento de OPA concorrente (voluntária ou mesmo obrigatória) não confere ao oferente obrigado concorrente o direito de revogar a sua oferta.

Este entendimento resulta claramente da letra da lei que, ao referir que o lançamento de oferta concorrente constitui fundamento de “ofertas voluntárias” limita a estas últimas o direito de revogação da oferta. Por outro lado, e atendendo a um argumento de natureza substancial, a natureza da OPA obrigatória resulta de um

dever legal de lançamento da oferta por força da ultrapassagem de determinadas fasquias relevantes de direitos de voto. Atribuir ao oferente obrigado a possibilidade de revogar a oferta em caso de lançamento de OPA concorrente, seria contrariar a natureza da OPA obrigatória e a sua fonte que é a lei¹⁴⁵. A solução contrária seria aliás injusta para os normais obrigados ao lançamento de OPA que têm que pagar o prémio de controlo da sociedade visada, enquanto que o oferente obrigado ao lançamento de OPA, na pendência de OPA voluntária, teria a possibilidade de revogar a sua oferta, não partilhando aquele prémio de controlo.

h) Prazo de Lançamento e da Oferta

O prazo de lançamento da oferta obrigatória concorrente não poderá ser o do artigo 185.º-A, n.º 1, será o do artigo 187.º, isto é, terá que ser divulgado de imediato o anúncio preliminar da OPA. A solução contrária abriria a porta à frustração fácil das ofertas iniciais, uma vez que o oferente obrigado podia frustrar a oferta inicial (normalmente sujeita a cláusulas de sucesso) através do controlo que a lei presume que adquiriu e abandonar a sociedade visada sem lançar a OPA obrigatória através do mecanismo de suspensão do dever previsto no artigo 190.º. Além disso, solução diversa traria prejuízos sérios para os destinatários (que poderiam ficar sem a contrapartida da oferta voluntária e sem a distribuição do prémio de controlo da OPA obrigatória como se demonstrou), para a sociedade visada (que arrastaria a indefinição da sua estrutura de controlo accionista) e para o

144- A diferente fundamentação desses direitos é também da maior relevância para o oferente que revê a sua contrapartida, pois ele pretende desta forma transmitir ao mercado qual o motivo que esteve na base da sua decisão de rever em alta a contrapartida. A transparência e clareza do processo de OPA assim o exige, bem como o próprio mercado e os destinatários da oferta que carecem da base informativa subjacente ao racional económico decisório dos oferentes em concorrência para melhor aferirem das intenções e valorações de cada oferente. Para mais desenvolvimentos sobre os fundamentos de cada uma destas faculdades legais, vide Título I. Regime Jurídico da OPA Concorrente, Capítulo B) Efeitos do Lançamento de Oferta Concorrente, Secção 2. Direitos dos Oferentes Anteriores, Subsecção b) Modificação da Oferta *supra*.

145- E não se diga que assim se prejudica a igualdade e concorrência pela aquisição da sociedade visada, em particular o *level playing field*! A linha divisória entre a igualdade/concorrência e a obrigatoriedade da oferta traça-se neste ponto, isto é, a igualdade de armas como pressuposto de uma sã concorrência pela aquisição da sociedade visada termina onde começa a obrigatoriedade do lançamento de OPA. Assim, sempre que algum mecanismo legal atribuindo aos oferentes voluntários possa, caso seja posto também à disposição dos oferentes obrigados, pôr em causa aquele carácter obrigatório da oferta, deve ser excluído, sendo o oferente obrigado ao lançamento impedido de lançar mão de tal mecanismo.

mercado (que ficaria numa situação de incerteza, falta de clareza e consequente instabilidade). O oferente obrigado, na pendência de OPA obrigatória, tem que divulgar de imediato o seu anúncio preliminar, estando-lhe vedado o recurso à faculdade de suspensão do dever de lançamento.

Quanto ao prazo da oferta obrigatória em si, este deverá ser o do artigo 185.º-A, n.º 3, ou seja, o prazo desta OPA será coincidente com o das ofertas voluntárias. A não coincidência de prazos impede os oferentes de concorrerem verdadeiramente entre si, em condições iguais e sujeitos apenas às regras normais de funcionamento de mercado. O racional económico é posto de parte, abrindo campo à estratégia, à oportunidade (quase oportunismo) de lançar no momento certo a sua oferta, esperando ser bafejado pela sorte quanto ao não lançamento de OPAs obrigatórias no entretanto. A clareza e transparência do mercado não se coadunam com tais critérios de oportunidade, antes exigindo decisões económico-financeiramente ponderadas. Acresce que a gestão da sociedade visada ver-se-ia extremamente limitada porque ficaria sujeita, quase *ad nutum* e por força da sucessão de ofertas voluntárias e obrigatórias, à limitação dos seus poderes de gestão (artigo 182.º), o que impediria a adopção de uma política de gestão

de médio/longo prazo face à indefinição da sua estrutura accionista¹⁴⁶.

i) *Conclusões*

Em conclusão, podemos afirmar que a solução ora defendida, quanto ao regime aplicável às OPAs obrigatórias lançadas na pendência de OPA voluntária, salvaguarda a natureza obrigatória deste tipo de ofertas ao mesmo tempo que procura assegurar a igualdade e concorrência na disputa pela aquisição da sociedade de forma a alcançar um *level playing field* entre oferentes, tendo em ambos os casos, como pano de fundo, a tutela dos destinatários (*ratio* estruturante de quase todas as normas do regime das OPAs, em particular o das ofertas concorrentes), ou seja, uma aplicação, caso a caso, da norma que conceda maior protecção possível aos destinatários. O presente entendimento evita ainda situações injustas e salvaguarda a clareza e transparência do mercado, procurando reverter a decisão sobre a aquisição de controlo da sociedade para o racional económico-financeiro inerente ao funcionamento do mercado.

A OPA obrigatória lançada na pendência de OPA voluntária é, por isso, simultaneamente, obrigatória e concorrente, isto é, uma oferta pública de aquisição obrigatória concorrente¹⁴⁷.

146- Em sentido contrário, poderia afirmar-se que a presente solução geraria igual resultado caso haja ultrapassagem da fasquia de 1/3 dos direitos de voto por outros participantes. Mas tal só poderia acontecer mais uma vez pois não é possível que três accionistas ultrapassem a fasquia de um terço dos direitos de voto a não ser que haja lugar a imputação bi-unívoca de direitos de voto por virtude de acordo parassocial celebrado entre participantes. Porém, neste último caso, um dos accionistas a quem foram imputados os votos teria que lançar imediatamente uma OPA geral e os outros, caso quisessem lançar também uma OPA obrigatória, teriam que responder de imediato pelo que a sucessão de ofertas não se arrastaria *ad eternum*. Assim, só é possível, no máximo, haver lugar ao lançamento de três OPAs obrigatórias, sendo que mesmo este último cenário é de difícil verificação prática, porque não haveria acções em *free float*.

147- O raciocínio ora exposto é também válido para o lançamento de uma eventual segunda OPA obrigatória na pendência de OPA voluntária. As razões e fundamentação por detrás da aplicação de cada um dos preceitos *supra* referidos não é afectado e não tem que ser objecto de uma aplicação mais adaptada por força do lançamento de nova OPA obrigatória concorrente.

b) OPA VOLUNTÁRIA CONCORRENTE NA PENDÊNCIA DE OPA OBRIGATÓRIA

1. APRESENTAÇÃO DA PROBLEMÁTICA

Analisada a problemática do regime jurídico aplicável em caso de ultrapassagem dos limites de direitos de voto relevantes para efeitos de lançamento de OPA obrigatória na pendência de OPA voluntária, cumpre agora versar sobre a hipótese oposta, ou seja, determinar qual acervo normativo relevante no caso de lançamento de OPA voluntária na pendência de OPA obrigatória.

Imagine-se o seguinte exemplo: A adquire mais de um terço dos direitos de voto da sociedade B, tendo, por esse motivo, lançado uma OPA obrigatória sobre B; em seguida, C decide lançar uma OPA voluntária sobre B para adquirir o seu controlo, retirando-o a A. Qual será o regime jurídico desta última oferta? O regime das OPAs obrigatórias? O das ofertas concorrentes? Ou será também necessário proceder a uma articulação entre aqueles regimes em função da tutela dos destinatários?

2. SOLUÇÃO PROPOSTA – APLICAÇÃO QUASE EXCLUSIVA DO REGIME DAS OFERTAS CONCORRENTES

A resolução desta problemática parece residir na aplicação quase exclusiva do regime das ofertas concorrentes.

O artigo 185.º, n.º 1 dispõe que “a partir da publicação de anúncio preliminar de oferta pública de aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regula-

mentado, 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”. Sendo a OPA voluntária lançada após a publicação do anúncio preliminar da OPA obrigatória e na pendência desta oferta, a mesma terá que se sujeitar ao regime das ofertas concorrentes.

A letra da lei¹⁴⁸ não restringe a aplicação do regime das OPAs concorrentes ao facto da oferta pendente ser uma OPA voluntária. Pelo contrário, a expressão – “só pode ser realizada através de oferta concorrente” – parece exigir a aplicação de tal regime. Além do argumento literal, a solução defendida é a mais adequada de um ponto de vista da tutela dos destinatários e, em certa medida, dos oferentes em concorrência, da sociedade visada e do mercado. Mas vejamos em concreto a aplicação de cada uma das regras em causa.

a) *Objecto*

O objecto da OPA concorrente tem que ser universal, isto porque a oferta tem que incidir sobre quantidade de valores mobiliários igual àquela que é objecto da oferta inicial e esta é, obrigatoriamente, uma oferta universal (artigo 185.º, n.º 4). A solução não é prejudicial nem para os interesses dos destinatários, uma vez que o seu objecto não poderia ser mais extenso, nem para o novo oferente pois o artigo 185.º, n.º 4 sempre seria aplicável mesmo que fosse uma OPA voluntária, nem para a igualdade, concorrência, transparência e clareza do mercado porque, caso a oferta inicial fosse voluntária e geral, a oferta estaria sujeita ao mesmo regime.

148- O prómio do artigo 185.º, n.º 1, ao referir-se à publicação do anúncio preliminar, não se restringe ao anúncio de OPAs voluntárias e, por sua vez, a estatuição normativa do mesmo preceito submete obrigatoriamente, através do advérbio “só”, qualquer oferta pública lançada após aquele anúncio ao regime das ofertas concorrentes.

b) *Contrapartida*

A contrapartida é fixada nos termos do artigo 185.º, n.º 5, ou seja, a oferta voluntária tem que fixar uma contrapartida superior em 2% à oferta antecedente. Este valor corresponde, por um lado, ao retorno financeiro esperado pelos destinatários da oferta em caso de lançamento de nova OPA e, por outro, ao valor que a igualdade e concorrência de mercado exigem na medida em que esse seria o valor mínimo da contrapartida de uma OPA concorrente caso a oferta inicial fosse voluntária.

c) *Condições*

A oferta concorrente, na pendência de OPA obrigatória, tem que ser incondicionada. Na

verdade, sendo a OPA obrigatória inicial incondicionada e não podendo a oferta concorrente, nos termos do artigo 185.º, n.º 5 *in fine*, conter condições que a tornem menos favorável, a oferta voluntária concorrente lançada na pendência de OPA obrigatória não pode ser condicionada. Contudo, julgo ser admissível a aposição de condições à oferta (*e.g.* fim de blindagens estatutárias) desde que, em termos globais¹⁴⁹, a oferta apresente condições mais favoráveis (*e.g.* o valor da contrapartida ser substancialmente superior à subida mínima exigida pelo artigo 185.º, n.º 5).

d) *Direitos do Oferente Obrigado Anterior*

Quanto à possibilidade de revisão da oferta obrigatória anterior, será aplicável, ao lançamento ou revisão de OPAs voluntária concorrente na pendência de OPA obrigatória, apenas o n.º 1 do artigo 185.º-B, concedendo-se ao oferente obrigado inicial, face ao lançamento ou revisão¹⁵⁰ de OPA voluntária concorrente, o direito de rever a sua oferta, mas não o de a revogar (n.º 4 do mesmo preceito).

Em relação à faculdade de revisão prevista no artigo 185.º-B, n.º 1, a letra da lei não afasta o presente entendimento, pois aquele preceito determina que, em caso de lançamento de OPA concorrente, “qualquer oferente” terá direito à revisão da oferta. Conforme referido *supra*, o pronome indefinido “qualquer” não restringe a faculdade de revisão ao oferente voluntário na pendência de OPA obrigatória¹⁵¹. O mesmo raciocínio é válido para a revisão da OPA concorrente pelo que, se o oferente voluntário concorrente revir, num momento posterior, os termos da sua oferta, o oferente obrigado inicial tem o direito de rever os termos da sua oferta ao abrigo do artigo 185.º-B, n.º 1. Estes direitos de revisão não poderão, contudo, implicar uma revisão em baixa da oferta por força da imperatividade das regras da incondicionalidade, generalidade e contrapartida mínima das OPAs obrigatórias.

149- Sobre as diferentes teorias relativas à análise das condições mais favoráveis da oferta, *vide* Título I. Regime Jurídico da OPA Concorrente, Capítulo A) Requisitos do Lançamento, Secção 5. Condições *supra*.

150- Sobre a admissibilidade da faculdade de revisão das OPAs obrigatórias concorrentes em caso de lançamento de OPA concorrente ou revisão de ofertas em concorrência, *vide* Título II. Articulação do Regime Jurídico da OPA Concorrente com o da OPA Obrigatória, Capítulo A) OPA Obrigatória na pendência de OPA Voluntária, Secção 3. OPA Concorrente e Obrigatória – Articulação entre o regime da OPA Obrigatória e o da OPA Concorrente em função da Tutela dos Destinatários da Oferta, Subsecção f) Revisão da Oferta *supra*.

151- E não se diga que, uma vez fixada a contrapartida e considerada equitativa e devidamente justificada nos termos do artigo 188.º, n.º 2, fica excluída a possibilidade de revisão! Com efeito, o lançamento de OPA concorrente altera por completo o cenário inicial em que existe uma única oferta obrigatória, que surge como mecanismo de partilha de prémio de controlo e de saída dos accionista que não pretendem continuar na sociedade com o accionista que adquiriu alegadamente o controlo desta, para abrir a corrida pela aquisição da sociedade visada, tornando-se a oferta obrigatória numa das diversas ofertas em concorrência. Este novo cenário concorrencial requer, naturalmente, uma mudança das normas jurídicas aplicáveis, permitindo ao oferente obrigado disputar de forma igual a aquisição da sociedade visada, ainda que sem retirar o carácter obrigatório à sua oferta. Neste contexto, é fundamental conferir ao oferente obrigado inicial a faculdade de revisão da oferta prevista no artigo 185.º-B, n.º 1 de forma a assegurar-lhe o direito de resposta ao lançamento.

Diferentemente, e em relação à faculdade de revogação prevista no artigo 185.º-B, n.º 4, julgo que a mesma deve ser excluída.

Em primeiro lugar, este entendimento resulta claramente da letra da lei que, ao referir que o lançamento de oferta concorrente constitui fundamento de revogação de “ofertas voluntárias” limita a estas últimas esse direito de revogação. Em segundo lugar, e atendendo a um argumento de natureza substancial, a natureza da OPA obrigatória resulta precisamente de um dever legal de lançamento da oferta por força da ultrapassagem de determinadas fasquias relevantes de direitos de voto. Atribuir ao oferente obrigar a possibilidade de revogar a oferta em caso de lançamento de OPA concorrente, seria contrariar a natureza da OPA obrigatória e a sua fonte que é a lei¹⁵². A solução contrária seria aliás injusta para os sujeitos que, em condições normais, estão obrigados ao lançamento de OPA pois têm que pagar o prémio de controlo da sociedade visada, enquanto que o oferente obrigado ao lançamento, na pendência de OPA voluntária, teria a possibilidade de revogar a sua oferta, não partilhando aquele prémio de controlo.

Este é um dos pontos da presente problemática em que não se aplica o regime das ofertas concorrentes, dando-se prevalência ao da OPA obrigatória.

e) Revogação das Aceitações Anteriores

Os titulares de valores mobiliários, que aceitaram a OPA obrigatória, têm que ter o direito de revogar as suas aceitações até ao último dia do

período de aceitações, não podendo ser excluído tal direito só porque a oferta inicial aceite era obrigatória. A adequada tutela dos destinatários da oferta exige que lhes seja dada a possibilidade de aceitar, entre as ofertas em concorrência, a que melhores condições financeiras lhes oferece pelo que, caso seja lançada OPA concorrente ou revista uma oferta em concorrência, aqueles têm que poder revogar as declarações de aceitação anteriormente emitidas de forma a poderem aceitar a nova oferta ou a oferta revista. Esta solução é também imposta pela igualdade e concorrência, enquanto pilares do mercado de capitais e princípios estruturantes da disputa pela aquisição da sociedade, pois os destinatários não podem ficar aprisionados a qualquer das ofertas em concorrência, beneficiando injustificadamente OPA inicial e prejudicando a concorrência pela aquisição da sociedade.

f) Revisão da Oferta

O oferente sujeito ao dever de lançamento tem o direito de rever, de forma facultativa (artigo 184.º) ou em resposta ao lançamento de OPA concorrente ou à revisão de ofertas em concorrência (artigo 185.º-B, n.º 1), os termos da sua oferta, limitando-se, todavia, tal revisão à contrapartida pois a oferta obrigatória é geral e incondicionada.

Em relação à faculdade de revisão prevista no artigo 185.º-B, n.º 1 (e conforme já referido na subsecção d) da presente Secção), apesar de a letra da lei parecer, numa primeira análise, afastar tal entendimento¹⁵³, ela não exclui de forma liminar a aplicação do preceito às OPAs

152- Conforme se referiu, a igualdade e concorrência pela aquisição da sociedade visada, em particular o *level playing field*, saem prejudicados (*vide* Título II Articulação do Regime Jurídico da OPA Concorrente com o da OPA Obrigatória, Capítulo A) OPA Obrigatória na pendência de OPA Voluntária, Secção 3. OPA Concorrente e Obrigatória – Articulação entre o regime da OPA Obrigatória e o da OPA Concorrente em função da Tutela dos Destinatários da Oferta, Subsecção d) Direitos dos Oferentes Anteriores *supra*).

153- Cfr. Título II. Articulação do Regime Jurídico da OPA Concorrente com o da OPA Obrigatória, Capítulo A) OPA Obrigatória na pendência de OPA Voluntária, Secção 3. OPA Concorrente e Obrigatória – Articulação entre o regime da OPA Obrigatória e o da OPA Concorrente em função da Tutela dos Destinatários da Oferta, Subsecção f) Revisão da Oferta *supra*.

obrigatórias. Além dos argumentos aduzidos *supra*¹⁵⁴, cumpre referir a OPA obrigatória inicial, uma vez lançada OPA voluntária concorrente, adquire igualmente a natureza de oferta em concorrência. O lançamento de OPA concorrente altera por completo o cenário inicial de simples oferta obrigatória para abrir a corrida pela aquisição da sociedade visada, tornando-se a oferta obrigatória numa das diversas ofertas em concorrência¹⁵⁵. Julgo, por conseguinte, que a expressão “qualquer oferente” deve ser objecto de uma interpretação extensiva no sentido de abranger também as ofertas obrigatórias iniciais quando, na sua pendência, seja lançada OPA voluntária concorrente, atribuindo-se ao oferente obrigado a faculdade de rever a sua oferta em resposta ao lançamento ou à revisão das ofertas voluntárias.

O mesmo raciocínio é válido em relação ao artigo 184.º do Cód.VM, ainda que porventura de forma menos intensa. Conforme referido anteriormente, a letra da lei parece, numa primeira análise, excluir a faculdade de revisão da oferta pelo oferente obrigado na medida em que o preceito se dirige primacialmente às ofertas voluntárias¹⁵⁶. Contudo, este preceito deve ser aplicado com as devidas adaptações, isto é, reconhecendo que o seu campo de aplicação natural são as ofertas voluntárias mas adaptando-o de forma a apreender as especificidades

das ofertas obrigatórias. Por outro lado, a expressão “oferente”, ainda que dirigida primacialmente aos oferentes voluntários, não restringe o seu campo de aplicação a tais oferentes, podendo ser objecto de interpretação extensiva no sentido de abranger igualmente os oferentes obrigados. Por último e tal como se demonstrou, a OPA obrigatória inicial torna-se, uma vez lançada a OPA voluntária concorrente, mais uma das ofertas em concorrência e os mecanismos de revisão do artigo 184 e 185.º-B, n.º 1 são muito distintos¹⁵⁷.

g) Revogação da Oferta Voluntária Concorrente

O lançamento posterior de uma outra oferta concorrente, quer seja voluntária ou obrigatória, confere ao primeiro oferente voluntário concorrente o direito de retirar a sua oferta nos termos do artigo 185.º-B, n.º 4. Não há nenhum interesse relevante que seja posto em causa com esta solução.

h) Prazo de Lançamento e da Oferta

O prazo de lançamento da oferta concorrente será o do artigo 185.º-A.º, n.º 1, uma vez que, neste caso, não se verificam os riscos *supra* mencionados na hipótese de OPA obrigatória concorrente na pendência de oferta voluntária¹⁵⁸.

154- Cfr. Título II. Articulação do Regime Jurídico da OPA Concorrente com o da OPA Obrigatória, Capítulo A) OPA Obrigatória na pendência de OPA Voluntária, Secção 3. OPA Concorrente e Obrigatória – Articulação entre o regime da OPA Obrigatória e o da OPA Concorrente em função da Tutela dos Destinatários da Oferta, Subsecção f) Revisão da Oferta *supra*.

155- O novo cenário concorrencial requer, naturalmente, uma mudança das normas jurídicas aplicáveis, permitindo ao oferente obrigado disputar de forma igual a aquisição da sociedade visada ainda que sem retirar o carácter obrigatório da sua oferta. A OPA obrigatória passa a ser perspectivada como OPA em concorrência sem que se negligencie o seu carácter obrigatório.

156- Cfr. Capítulo II. Articulação do Regime Jurídico da OPA Concorrente com o da OPA Obrigatória, Secção A) OPA Obrigatória na pendência de OPA Voluntária, ponto 3. OPA Concorrente e Obrigatória – Articulação entre o regime da OPA Obrigatória e o da OPA Concorrente em função da Tutela dos Destinatários da Oferta, alínea f) Revisão da Oferta *supra*.

157- Para mais desenvolvimentos sobre os fundamentos de cada uma destas faculdades legais, *vide* Capítulo II. Articulação do Regime Jurídico da OPA Concorrente com o da OPA Obrigatória, Secção A) OPA Obrigatória na pendência de OPA Voluntária, ponto 3. OPA Concorrente e Obrigatória – Articulação entre o regime da OPA Obrigatória e o da OPA Concorrente em função da Tutela dos Destinatários da Oferta, alínea f) Revisão da Oferta *supra*.

158- Cfr. Capítulo II. Articulação do Regime da OPA Concorrente com o da OPA Obrigatória, Secção A) OPA Obrigatória na pendência de OPA Voluntária, ponto 3. OPA Concorrente e Obrigatória – Articulação do Regime Jurídico da OPA Concorrente com o da OPA obrigatória em função da Tutela dos Destinatários da Oferta, alínea h) Prazo de Lançamento e da Oferta *supra*.

Já quanto ao prazo da oferta, a norma aplicável será o artigo 185.º-A, n.º 3, sendo o prazo da oferta voluntária concorrente coincidente com o da OPA obrigatória pelos motivos expostos *supra*¹⁵⁹.

i) Conclusões

Em conclusão, a aplicação quase exclusiva do regime jurídico das OPAS concorrentes à OPA voluntária concorrente lançada na pendência de OPA obrigatória permite, por um lado, salvaguardar a natureza obrigatória daquela oferta e, por outro lado, garantir a igualdade e concorrência na disputa pela aquisição da sociedade estabelecendo um *level playing field* e assumindo, em ambos os casos como pano de fundo, a tutela dos destinatários da oferta. Acresce que o entendimento ora defendido evita situações injustas e salvaguarda a clareza

e transparência do mercado ao devolver ao racional económico-financeiro inerente a este último a decisão sobre a aquisição de controlo da sociedade.

A OPA obrigatória inicial, uma vez lançada OPA voluntária concorrente, convola-se desta forma numa oferta obrigatória em concorrência.

C) OPA OBRIGATÓRIA CONCORRENTE NA PENDÊNCIA DE OPA OBRIGATÓRIA INICIAL

1. APRESENTAÇÃO DA PROBLEMÁTICA

A última situação de potencial conflito entre as normas do regime jurídico da OPA concorrente e os da OPA obrigatória verifica-se quando há

uma ultrapassagem dos limiares de direitos de voto relevantes para efeitos do dever de lançamento de OPA na pendência de uma OPA obrigatória.

Imagine-se o seguinte exemplo: A adquire mais de um terço dos direitos de voto da sociedade B e, por força do artigo 187.º, n.º 1, lança uma OPA obrigatória sobre B; em seguida, C adquire também um terço dos direitos de voto daquela sociedade. Será que C está obrigado a lançar uma OPA? E qual será o regime aplicável a tal oferta?

2. SOLUÇÃO PROPOSTA

Julgo que C estará obrigado a lançar OPA e que a norma a aplicar a cada caso concreto resultará da articulação entre o regime da OPA obrigatória e OPA concorrente nos termos *supra* expostos em relação ao lançamento de OPA obrigatória na pendência de OPA voluntária. Assim, esta oferta sujeita não só ao regime da OPA concorrente, mas também ao da OPA obrigatória, sendo simultaneamente uma oferta obrigatória e concorrente.

Quanto à forma de articulação e aos fundamentos subjacentes à resolução de cada conflito concreto entre as normas dos diferentes regimes jurídicos, remete-se para as soluções e fundamentação expostas no Título II. Articulação do Regime da OPA Concorrente com o da OPA Obrigatória, Capítulo A) OPA Obrigatória na pendência de OPA Voluntária, Secção 3. OPA Concorrente e Obrigatória – Articulação entre OPA Obrigatória e OPA Concorrente em função da Tutela dos Destinatários da Oferta.

159- Cfr. Título II. Articulação do Regime Jurídico da OPA Concorrente com o da OPA Obrigatória, Capítulo A) OPA Obrigatória na pendência de OPA Voluntária, Secção 3. OPA Concorrente e Obrigatória – Articulação entre o regime da OPA Obrigatória e o da OPA Concorrente em função da Tutela dos Destinatários da Oferta, Subsecção h) Prazo *supra*.

III. AQUISIÇÕES PARALELAS

O problema das aquisições paralelas colocou-se pela primeira vez no ordenamento jurídico alemão, no âmbito da oferta pública de aquisição lançada pela *Bayer AG* sobre a *Schering AG*. A *Bayer AG* adquiriu, através de uma sociedade por si dominada – a *Dritte BV GmbH* – e no contexto da referida OPA, acções da *Schering AG* por um preço superior ao da contrapartida da oferta. O ordenamento jurídico alemão determina que, caso o oferente (directa ou indirectamente) adquira acções da sociedade visada por um preço superior à contrapartida da oferta pendente, haverá lugar a uma subida automática da contrapartida (§ 4 da Secção 31 da WpÜG) não estando regulada a forma como tem lugar esse aumento automático da contrapartida (e.g. se deve ou não implicar uma alteração dos documentos da oferta). Contudo, aquela aquisição foi efectuada no período da oferta em que já não era admissível a alteração da oferta (§ 21 (6) da WpÜG) em virtude da extensão do prazo da mesma por renúncia das condições da oferta efectuada pela *Bayer AG* (§ 21 (1) nr. 4 e § 5 da WpÜG). As aquisições paralelas acima da contrapartida da oferta pela *Bayer AG* obrigaram a uma correspondente subida desta contrapartida e a uma alteração dos termos da oferta, que foi, todavia, implícita uma vez que não foi efectuado qualquer anúncio de alteração dos termos da oferta e extensão da garantia do financiamento relativamente ao montante aumentado do valor da oferta nos termos conjugados do § 21 (2) e (3), do § 13 e do § 14 (3) da WpÜG. A solução

adoptada não foi todavia pacífica.

A opinião actualmente dominante na doutrina alemã defende, à semelhança do regulador, a subida automática da contrapartida nos termos do § 31 (4) da WpÜG em prejuízo da aplicação do § 21 da WpÜG. De acordo com a opinião dominante, não haverá sequer lugar a um anúncio em separado da subida da contrapartida ou uma forma diferente de anúncio (através de alteração do documento da oferta)¹⁶⁰.

Posição diferente assumem OESCHLER e BERRAR que sustentam que o oferente tem que, por analogia com o § 21 (3) e o § 13 (1) da WpÜG, submeter uma nova garantia financeira que cubra o montante da contrapartida que foi aumentado conquanto a contrapartida da oferta em questão seja em dinheiro¹⁶¹.

Já CHRISTOPH ROTHENFUSSER, ULRIKE FRIESE-DORMANN e NORBERT RIEGER defendem que o aumento da contrapartida por força de aquisições paralelas do oferente deve ser considerado uma alteração aos termos da oferta para efeitos do § 21 da WpÜG e, nessa medida, sujeito às mesmas limitações e requisitos da subida da contrapartida daí resultantes. Assim, as restrições temporais às alterações da oferta aplicar-se-ão também às aquisições paralelas, aí se incluindo o aumento da contrapartida da oferta. Caso esta proibição não seja observada, aqueles autores defendem que o BaFin (autoridade reguladora alemã) deverá interditar, de imediato, a oferta¹⁶². A argumentação expendida por estes autores é impressiva.

160- Cfr. DIEKMAN, in *Baums/Thoma*, Loseblatt, § 21 WpÜG, p. 14; NOACK, in *Schwark KapitalmarktrechtsKommentar*, 3.ª edição, 2004, § WpÜG, p. 16; HAARMANN, in *Haarmann/Schüppen*, 2.ª edição, 2005, § 31 WpÜG, p. 155; e SHRÖDER, in *Haarmann/Schüppen*, 2.ª edição, 2005, § 21 WpÜG, p. 13.

161- Cfr. OESCHLER, in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, 2003, § 31 WpÜG, p. 38; BERRAR, ZBB, 2002, p. 174 e 179.

162- Cfr. CHRISTOPH ROTHENFUSSER/ULRIKE FRIESE-DORMANN/NORBERT RIEGER, *ob. cit.*, p. 157.

Em primeiro lugar, criticam a redução significativa da protecção dos destinatários da oferta que decorre da solução prevalente na doutrina alemã. Com efeito, apesar das correcções específicas efectuadas por alguns autores¹⁶³ (e.g. extensão da garantia de financiamento e forma de anúncio do aumento da contrapartida) permitirem minorar em parte os prejuízos para os destinatários, a verdade é que estes ficam (i) sem a possibilidade de exercer o seu direito de revogação das aceitações entretanto dadas a outra oferta (§ 21 (4) da WpÜG), (ii) sem o período mínimo de reflexão de duas semanas dos termos das ofertas em concorrências que a lei alemã lhes atribui (§ 21 (5) e (6) da WpÜG) e (iii) sem a posição do órgão de administração da sociedade visada sobre a nova contrapartida oferecida (§ 27 (1) da WpÜG)¹⁶⁴. Embora a falta de protecção dos destinatários seja mais notória no âmbito das ofertas concorrentes, ela também se faz sentir no caso de oferta única, porque, se o período de aceitação da oferta já decorreu e os destinatários só não aceitaram a oferta porque não sabiam que a contrapartida oferecida seria elevada nos termos em que o foi, os destinatários já não têm a possibilidade de aceitar a oferta revista¹⁶⁵. É assim claro o tratamento desigualitário dos destinatários.

Além disso, os mesmos autores defendem que o mero anúncio da subida contrapartida não satisfaz a necessidade de clareza, verdade e precisão dos documentos da oferta que, ao não poderem ser alterados por força do § 21 (6) da WpÜG, se

tornam incorrectos e não verdadeiros¹⁶⁶. Curioso é que essa falta de veracidade acaba por resultar da própria lei ao impor a subida da contrapartida da oferta!

Em segundo lugar, os referidos autores sustentam que a *ratio* das normas sobre aquisições paralelas (em particular o § 31 (4) da WpÜG), que reside na protecção dos destinatários contra o tratamento desigualitário, não é conciliável uma interpretação que concedesse ao oferente o poder discricionário de escolher o nível de protecção a atribuir àqueles, dependendo da forma de aumento da contrapartida escolhida pelo oferente¹⁶⁷. Aliás, a comparação com o § 31 (3) da WpÜG (que também prevê uma extensão da contrapartida apesar de em moldes diferentes do (4) do mesmo preceito¹⁶⁸ e que conduz à aplicação do § 21 da WpÜG) demonstra claramente que o legislador alemão não quis privilegiar as alterações decorrentes das aquisições paralelas. A protecção dos destinatários da oferta, *ratio* do § 31 (4) da WpÜG, exige a aplicação do § 21 da WpÜG e consequente proibição da alteração dos termos da oferta (inclusive subida da contrapartida), caso contrário haveria lugar a uma redução substancial da protecção dos destinatários¹⁶⁹.

Em terceiro lugar, os mesmos autores defendem que o argumento literal não prejudica, ao invés do que afirma a opinião dominante na doutrina alemã, a interpretação por eles defendida. Na verdade, o § 21 da WpÜG não explicita a forma

163- Cfr. OESCHLER, *ob. cit.*, § 31 WpÜG, p. 37; BERRAR, ZBB, 2002, p. 174 e 179.

164- Cfr. CHRISTOPH ROTHENFUSSER/ULRIKE FRIESE-DORMANN/NORBERT RIEGER, *ob. cit.*, p. 155.

165- Cfr. CHRISTOPH ROTHENFUSSER/ULRIKE FRIESE-DORMANN/NORBERT RIEGER, *ob. cit.*, p. 155.

166- *Vide* Rege, BT-Drucks. 14/7034, 41.

167- Conforme se verificou *supra* esse nível de protecção é inferior.

168- Nos termos deste preceito, o oferente tem que oferecer contrapartida alternativa em dinheiro caso este, ou pessoas que com ele actuem concertadamente, adquiram, durante a pendência da oferta ou nos seis meses anteriores, pelo menos 5% das acções da sociedade visada contra pagamento em dinheiro. Contudo, esta é uma mera obrigação do oferente e não uma imposição legal como é o caso da subida obrigatória da contrapartida do § 31 (4) da WpÜG.

169- Cfr. CHRISTOPH ROTHENFUSSER/ULRIKE FRIESE-DORMANN/NORBERT RIEGER, *ob. cit.*, p. 155.

como a alteração dos termos da oferta é efectuado, ela está redigido de uma forma aberta como se constata pelas palavras iniciais do § 21 (1) da WpÜG (“o oferente pode”). Assim, a aplicação daquele § da WpÜG não se pode limitar aos casos de alteração voluntária da oferta, ela abrange também os casos em que essa modificação resulta da lei, nomeadamente do § 31 (4) da WpÜG.

CHRISTOPH ROTHENFUSSER, ULRIKE FRIESE-DORMANN e NORBERT RIEGER defendem assim uma interpretação extensiva do § 21 da WpÜG que será directamente aplicável às aquisições paralelas ou, caso tal não seja possível por se considerar que há uma lacuna legal¹⁷⁰, terá que ser efectuada uma aplicação analógica do mesmo preceito.

Apesar de não existir no ordenamento jurídico português um preceito imperativo idêntico ao § 31 (4) da WpÜG, o problema das “aquisições paralelas” também se poderá colocar. Nos termos do artigo 180.º, n.º 3, alínea a) do Cód.VM, a CMVM pode, no âmbito de oferta pública de aquisição voluntária, determinar a revisão da contrapartida se, por efeito de aquisições de valores mobiliários objecto da oferta efectuadas, após a publicação do anúncio preliminar (e dentro ou fora de mercado regulamentado), pelo oferente ou por pessoas que com ele estejam em alguma das situações do artigo 20.º, a contrapartida não se mostrar equitativa. Diferentemente, caso a oferta fosse obrigatória, o oferente estaria obrigado a aumentar a contrapartida para o valor mais alto pago pelos valores mobiliários assim adquiridos (artigo 180.º, n.º 3 alínea b)).

Imagine-se agora o seguinte exemplo: A lança uma OPA sobre B, oferecendo 20 euros por cada acção; entretanto C lança uma OPA concorrente sobre B; por sua vez, A, ao constatar que a sua oferta não terá sucesso, decide adquirir, 4 dias antes do fim do prazo da oferta (ou seja, depois do prazo para a revisão da oferta – artigo 184.º), acções de B a 30 euros. Será que a CMVM deve determinar a subida da contrapartida da OPA de A para 30 euros por acção? Ou deve a CMVM ignorar este tratamento desigualitário dos accionistas e não permitir uma revisão em alta da contrapartida quando a modificação dos termos da oferta já não era admissível?

Julgo que esta última solução será a mais correcta caso haja vários oferentes em concorrência¹⁷¹.

Em primeiro lugar, e tal como apontam CHRISTOPH ROTHENFUSSER, ULRIKE FRIESE-DORMANN e NORBERT RIEGER no direito alemão, a elevação da contrapartida poderia dar lugar a uma redução substancial da protecção dos destinatários, pois estes poderiam ficar sem um período mínimo de reflexão dos termos das ofertas em concorrência¹⁷² e sem a posição do órgão de administração da sociedade visada sobre a nova contrapartida oferecida caso a oferta já estivesse perto do seu termo. Este prejuízo poderia ser minorado se o outro oferente requeresse a prorrogação do prazo da oferta nos termos do artigo 129.º, mas a protecção dos destinatários ficaria dependente da decisão de um dos oferentes em concorrência e não da lei! Com efeito, nem o artigo 180.º, n.º 3 alínea a) nem o artigo 129.º conferem à CMVM o poder de prorrogar o prazo da oferta, pelo que a

170- Neste sentido, *vide* OESCHLER, *ob. cit.*, p. 37; BERRAR, ZBB, 2002, p. 179.

171- Segue-se, portanto, a posição de CHRISTOPH ROTHENFUSSER, ULRIKE FRIESE-DORMANN e NORBERT RIEGER ainda que com argumentos diferentes (cf. CHRISTOPH ROTHENFUSSER/ULRIKE FRIESE-DORMANN/NORBERT RIEGER, *ob. cit.*, p. 157).

172- Não perdem, contudo e ao contrário do direito alemão, o direito de revogarem as suas aceitações pois este estende-se até ao último dia do período de aceitações (artigo 185.º-A, n.º 6).

protecção dos destinatários pode reduzir-se substancialmente caso algum dos demais oferentes em concorrência não requeresse a prorrogação do prazo.

Em segundo lugar, o princípio da igualdade de tratamento dos destinatários da oferta – princípio estruturante do regime das ofertas públicas (artigo 112.º, n.º 1) – tem que ceder lugar à igualdade entre oferentes, à transparência e clareza do mercado, à concorrência legal pela aquisição da sociedade visada e à própria protecção dos destinatários. Aliás, julgo que se poderá defender que não há uma violação do artigo 112.º do Cód.VM porque o artigo 180.º, n.º 3 alínea a) atribui um poder discricionário à CMVM que, ponderadas as circunstâncias do caso, pode, apesar de considerar que a contrapartida não é equitativa, não elevar a mesma por essa elevação implicar uma redução da protecção dos destinatários da oferta. O tratamento igualitário dos destinatários insere-se (e decorre) na temática mais geral que é a protecção destes, pelo que não deve a densificação concreta ou ramificação (princípio do tratamento igualitário) de um princípio geral (protecção dos destinatários da oferta) redundar no prejuízo deste último. É esse, implicitamente, o entendimento de CHRISTOPH ROTHENFUSSER, ULRIKE FRIESE-DORMANN e NORBERT RIEGER que, a propósito do § 31 (4) da WpÜG, conferem um sentido mais amplo à *ratio* da elevação da contrapartida identificando-a com a protecção dos destinatários, pelo que, sendo esta substancialmente reduzida pela elevação da contrapartida, deverá a mesma ser recusada¹⁷³. Ainda que assim não se entenda, o tratamento desigualitário dos destinatários poderia ser mitigado se o Cód.VM previsse a possibilidade de sanciona-

mento dos destinatários da oferta que alienaram as suas acções ao oferente a preço superior ao da contrapartida da oferta e desde que estes o tivessem efectuado fora de mercado regulamentado ou no mercado de transacção de grandes lotes de acções. Nestes casos, é fácil a identificação do alienante das acções (beneficiário ilegítimo da violação de uma norma legal pelo oferente), pelo que o mesmo deveria ser adequadamente sancionado perdendo, pelo menos, a diferença do valor recebido pelas acções face à contrapartida oferecida na oferta pelo respectivo oferente. Além disso, este nunca poderá alegar o desconhecimento do valor da contrapartida oferecida pois ela é pública.

Por fim, a situação em análise configura, a meu ver, um abuso do direito nos termos do artigo 334.º do Código Civil. Uma das modalidades de abuso do direito é o chamado *tu quoque* que consiste na seguinte “ideia básica”: “aquele que viole uma norma jurídica não pode tirar partido da violação exigindo, a outrem, o acatamento de consequências daí resultantes: *turpitudinem suam allegans non auditus*”¹⁷⁴. Com efeito, existindo diferentes oferentes, não pode um deles beneficiar da violação de uma norma legal (proibição da revisão da sua oferta) para daí retirar proveitos próprios (elevação da contrapartida e possibilidade acrescida de sucesso da sua oferta) em detrimento dos demais. Claro que a consequência jurídica da norma violada (elevação da contrapartida) não é automática, ela depende do exercício de um poder discricionário da CMVM. Contudo, o regulador tem que ponderar, na sua apreciação do carácter equitativo da contrapartida, a possibilidade de a elevação desta se traduzir num abuso de um direito na modalidade de *tu quoque*, caso em que a mesma deverá ser negada.

173- Cfr. CHRISTOPH ROTHENFUSSER/ULRIKE FRIESE-DORMANN/NORBERT RIEGER, *ob. cit.*, p. 156.

174- Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de direito Civil Português*, Tomo I, Parte Geral, 2.ª Edição, 2000, p. 262.

Diferentemente, caso não haja oferentes em concorrência, a CMVM deve elevar o valor da contrapartida apesar de legalmente já não ser admitida a revisão da oferta¹⁷⁵. Esta “ilegalidade” não gera qualquer prejuízo para o mercado, a concorrência, ou para a sociedade visada. Já os destinatários da oferta veriam novamente a sua protecção substancialmente reduzida pois estes poderiam ficar sem um período mínimo de reflexão dos termos das ofertas em concorrências, sem a posição do órgão de administração da sociedade visada sobre a nova contrapartida oferecida caso a oferta estivesse perto do seu termo. Contudo, neste caso, o princípio da igualdade de tratamento dos destinatários da oferta – princípio estruturante do regime das ofertas públicas (artigo 112.º, n.º 1) – deve prevalecer apesar de, lateralmente, gerar uma redução da protecção

dos destinatários. A reforçar este entendimento estão os demais interesses envolvidos, nomeadamente os do mercado, da sociedade visada e dos destinatários que aceitaram a oferta e que seriam tratados de forma desigualitária caso a oferta não fosse revista em alta. Aliás, CHRISTOPH ROTHENFUSSER, ULRIKE FRIESE-DORMANN e NORBERT RIEGER reconhecem que a redução da protecção dos destinatários é mais intensa se houver ofertas em concorrência¹⁷⁶.

Por último, convém apenas referir que o oferente que adquira acções, na pendência da sua oferta, acima do valor da contrapartida oferecida será, em qualquer caso, punido pela prática de contra-ordenação muito grave nos termos do artigo 393.º, n.º 2, alínea j), e artigo 388.º, n.º 1, alínea a), do Cód.VM).

175- Segue-se, assim, a solução proposta por DIEKMAN, NOACK, HAARMANN e SHRÖDER (cfr. DIEKMAN, *ob. cit.*, p. 14; NOACK, *ob. cit.*, p. 16; HAARMANN, *ob. cit.*, p. 155; e SHRÖDER, *ob. cit.*, p. 13).

176- Cfr. CHRISTOPH ROTHENFUSSER/ULRIKE FRIESE-DORMANN/NORBERT RIEGER, *ob. cit.*, p. 155.