

Ofertas Públicas de Aquisição concorrentes

JORGE BRITO PEREIRA*

1. Introdução**

I. O interesse técnico do regime da OPA concorrente revela, infelizmente, uma relação de proporcionalidade inversa com a sua relevância prática. Na verdade, o tema tem sido abordado com desenvolvimento em diversas monografias e artigos publicados nos últimos anos¹, tem sido objeto de várias teses de mestrado² e, claro, merece destacado tratamento em obras de carácter geral sobre a dogmática dos valores mobiliários e das ofertas públicas³. No entanto, e por extraordinário que possa parecer, nos últimos 30 anos apenas há registo de cinco ofertas concorrentes lançadas ou anunciadas entre nós, várias de pouco ou nenhum interesse ou materialidade. Efetivamente, em 1991, pouco depois

* Advogado em J+Legal, Sociedade de Advogados. Mestre em Ciências Jurídicas. Professor Convidado da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa.

** Este texto foi preparado para apoio à intervenção na 4ª Edição da Pós-Graduação em Direito dos Valores Mobiliários e Direito Bancário na Universidade Católica Portuguesa – Porto. A bibliografia e os casos citados têm assim por referência o mês de março de 2021. Para qualquer questão, o autor pode ser contactado em jbp@jlegal.pt.

¹ Sem preocupações de exaustão, vd. HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas concorrentes* (Coimbra Editora, 2008); MANUEL REQUIXA FERREIRA, “A OPA concorrente”, *Cadernos do MVM* 30 (2008); Miguel Stokes, “Ensaio sobre os requisitos substantivos da oferta concorrente,” *Cadernos do MVM* 48 (2014).

² São muitas as teses de mestrado apresentadas entre nós e que tratam o tema das OPA concorrentes e, aliás, tivemos ocasião de, na Universidade Católica, orientar várias dessas dissertações. Permitimo-nos destacar DOMINGOS HOMEM DE SOUSA SALGADO, *Admissibilidade da fusão como alternativa à OPA em curso* (Tese não publicada (UCP), 2016); EDUARDO ALFARO CRESPO, *A oferta pública de aquisição concorrente: regime substantivo e seus efeitos sobre o mercado de controlo societário* (Teses não publicada (UCP), 2018); NATALIA NAUCEAC, *A admissibilidade da procura de uma OPA corrente e os interesses conjugados* (Tese não publicada (UCP), 2018).

³ PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários* (Almedina, 2018), 701-709; ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de direito dos valores mobiliários* (Almedina, 2018), 376-378.

da entrada em vigor do já revogado Código do Mercado de Valores Mobiliários, a Finantia lançou uma OPA concorrente à do Banco Comercial de Macau sobre a Sofinloc; em 1999, a Lusomundo lançou uma oferta concorrente à da Cofina e do BPI sobre a Investec; em 2002, já com o Código vigente, a Triângulo-Mor lançou uma OPA concorrente à da SIN sobre a Orey Antunes; em 2014, a José de Mello Saúde lançou uma OPA concorrente à dos mexicanos da Ángeles sobre a Espírito Santo Saúde; já este ano, a Pluris foi obrigada a lançar uma oferta concorrente àquela lançada pela Cofina sobre a Media Capital. Este é o pobre registo das ofertas concorrentes tramitadas entre nós nos últimos trinta anos.

Apesar da patente limitada relevância prática (pelo menos até à data), cremos que não é difícil explicar o interesse que o tema suscita. Primeiro, porque a oferta concorrente é, provavelmente (a par da chamada OPA hostil), a situação de aplicação do regime das ofertas de aquisição que, pela sua espetacularidade, mais atenção suscita na opinião pública – duas ou mais entidades disputando o controlo de uma sociedade cotada. Segundo, porque o regime nacional, da forma como está construído, e que se antecipa poder ser objeto de reforma no curto prazo no âmbito da revisão mais geral do Código dos Valores Mobiliários, tem suscitado um conjunto muito interessante de questões e dúvidas interpretativas sobre as quais, naturalmente, recai a atenção dos técnicos. Terceiro, porque o confronto suscitado pela concorrência de ofertas, e a normal fricção que daí emerge, proporciona um verdadeiro “teste de pressão” às regras legais, sujeitando-as a novos e interessantes problemas, alguns dos quais nem sequer foram antecipados pelo legislador.

Isso mesmo se revela por vários processos, ocorridos fora de Portugal, de concorrência de ofertas, que ocuparam as páginas dos jornais económicos e da literatura especializada durante longos períodos, como é o exemplo da disputa entre o Royal Bank of Scotland, o Santander e o Fortis sobre o ABN – AMRO; na nossa vizinha Espanha, as disputas pelo controlo da Abertis e, antes, pelo controlo da Endesa; ou, no Brasil, a disputa pelo controlo da Eletropaulo Metropolitana entre a Enel, Neoenergia e Energisa⁴.

⁴ Não deixa de ser interessante constatar que a pobreza do número de ofertas concorrentes não é exclusiva de Portugal. O caso brasileiro é, a este nível, paradigmático, já que a referida disputa pelo controlo da Eletropaulo revelou a primeira concorrência de ofertas de aquisição, naquele mercado, em 40 anos. O caso anterior remonta a 1978, quando a Companhia Força e Luz Cataguazes Leopoldina e a CEMIG formularam ofertas concorrentes sobre a Companhia Mineira de Eletricidade. Uma amostra de ofertas entre 2003 e 2010 revela que, no espaço europeu, cerca de 10% das ofertas provocaram uma oferta concorrente. Christophe Clerc et al., “A legal and economic assessment of European takeover regulation,” (2012), 164-165.

II. A OPA concorrente é, antes de mais, uma OPA – segue o regime geral previsto nos artigos 173.º e seguintes⁵, com as especialidades que resultam dos artigos 185.º e 185-A. Isso mesmo é especificamente afirmado pelo n.º 2 do artigo 185.º, quando estatui 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-A e 185-B”⁶.

O que se acaba de escrever, que parece uma banalidade, tem, no entanto, relevantes implicações, de natureza bidirecional, na construção do sistema. Por um lado, porque apenas se justifica a derrogação do regime geral – do regime geral das ofertas públicas e, mais em particular, do regime das ofertas de aquisição – naquilo que seja induzido pelas especialidades introduzidas pela concorrência de ofertas⁷. Por outro lado, porque essas especialidades podem importar, também elas próprias, recortes face ao regime geral; é o que veremos ocorrer em alguns casos de concorrência com ofertas obrigatórias.

III. A Diretiva das OPA nada regula sobre o tema da concorrência de ofertas, deixando espaço para cada um dos Estados-Membros tratar o tema da forma que entenda mais adequada, limitando-se, na alínea c) do seu artigo 13.º, a dispor que “os Estados-Membros devem (igualmente) estabelecer regras relativas às ofertas, pelo menos nos seguintes domínios: (...) ofertas concorrentes”. O vigésimo segundo Considerando da Diretiva adianta pouco mais – “os Estados-Membros devem estabelecer regras que cubram os casos em que a oferta caduque, definam as condições em que o oferente tem o direito de rever a sua

⁵ Todos os artigos citados sem menção de fonte pertencem ao Código dos Valores Mobiliários.

⁶ O recorte de um regime especial para as ofertas concorrentes e a determinação do ponto até ao qual esse regime deve incentivar, ou não, o lançamento de ofertas concorrentes é objeto de acesa discussão a vários níveis que, aliás, ainda hoje transparece em regras como a abertura para a “procura” de *white knights* que resultou da Diretiva das OPA e que está transposta na alínea c) do n.º 3 do artigo 182.º. Vd. os estudos clássicos de LUCIAN A BEBCHUK, “The case for facilitating competing tender offers,” *Harvard Law Review* (1982) e FRANK H EASTERBROOK and DANIEL R FISCHER, “The proper role of a target’s management in responding to a tender offer,” *Harvard Law Review* (1981). Existe hoje vasta análise empírica que demonstra que a concorrência de ofertas faz o preço aumentar, assim beneficiando os acionistas (alienantes). Já os resultados sobre outros efeitos – nomeadamente para a oferente, para a visada ou no âmbito do chamado *pressure to tender* – são mais contraditórios. Vd. por todos, FEDERICO M MUCCIARELLI, “White Knights and Black Knights-Does the Search for Competitive Bids always Benefit the Shareholders of Target Companies,” *ECFR* 3 (2006). Entre nós, sobre o tema, CORDEIRO, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 376-377.

⁷ Daí que vários regimes limitem a regulamentação da oferta concorrente ao mínimo indispensável, como é o caso do regime alemão. O § 22 do WpÜG contém apenas três regras sobre concorrência de ofertas – a primeira qualifica as ofertas concorrentes; a segunda regula os períodos de aceitação; a terceira permite a revogação das aceitações.

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”⁸. Por diferentes palavras – a Diretiva apenas dispõe que os Estados-Membros devem regular a matéria das ofertas concorrentes, deixando claro que a sua especialidade merece uma regulamentação segregada; não dá, no entanto, qualquer pista sobre o que deve ser o conteúdo dessa regulação.

2. A concorrência de ofertas

I. OPA concorrente é a oferta que concorra com outra oferta de aquisição já anunciada. Concurso de ofertas pressupõe então que as ofertas incidam (total ou parcialmente) sobre os mesmos valores mobiliários, ou seja, sobre valores mobiliários da mesma categoria daqueles que são já objeto de uma oferta.

Dispõe o n.º 1 do artigo 185.º do Cód.VM que, a partir da publicação do anúncio preliminar de oferta pública de aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, qualquer outra oferta pública de aquisição de valores mobiliários da mesma categoria só pode ser realizada através de oferta concorrente lançada nos termos desse artigo. Isto significa, antes de mais, que não é possível anunciar ou lançar uma OPA sobre os valores

⁸ A especialidade da Diretiva das OPA revela-se em várias perspetivas. Uma é, claro, o baixo nível de harmonização da Diretiva (para além do tema da introdução da regra de obrigatoriedade de lançamento de OPA). Outra especialidade passa pelo próprio processo de aprovação que é, de facto, único na história da construção europeia. Depois de mais de doze anos de negociações (há quem relate a pré-história da Diretiva indo até datas mais remotas e, em particular, recuando ao Pennington Report dos anos 70), e de três versões (1989, 1996 e 1997) que foram vencendo as resistências de países como a Alemanha, o Reino Unido e a Holanda, o texto chegou a votação no Parlamento Europeu depois de aprovado pela Conciliation Committee meeting. A proposta de Diretiva era parte do *Financial Services Action Plan* e havia sido considerado uma prioridade na reunião de março de 2000 do Conselho em Lisboa. Levada a votação no Parlamento Europeu, a proposta mereceu 273 votos a favor, 273 votos contra e 22 abstenções, não sendo, assim, aprovada. Isso obrigou o legislador europeu a reiniciar o processo que foi, de novo, longo e atribulado e apenas chegou a bom termo em 2004. Vd. KLAUS J HOPT, “Die internationalen und europarechtlichen Rahmenbedingungen der Corporate Governance,” *Hommelhoff, Peter/Hopt, Klaus J./Werder, Axel von (Hg.): Handbuch Corporate Governance* 2 (2009), 57-58; EDDY WYMEERSCH and Securities Supervisors CESR, “The Takeover Bid Directive Light and Darkness,” *Proprietà e controllo dell’impresa. Il modello italiano, stabilità o contendibilità? Atti del Convegno di studi (Courmayeur, 5 ottobre 2007)* 22 (2008), 933 e ss.; CLERC et al., “A legal and economic assessment of European takeover regulation”, 1-2; entre nós, por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização,” *Revista de Direito das sociedades* (2011), 933-938.

mobiliários que já são objeto de uma oferta senão através de uma OPA concorrente – o regime quer assegurar, por esta forma, a comparabilidade de ofertas, tratando de forma igualitária e equitativa os oferentes, ao mesmo tempo que se assegura que os destinatários da oferta não são prejudicados.

O objetivo da lei parece claro – assegurar que as ofertas públicas de aquisição que concorram com a oferta inicial sigam o regime especial, assim prevenindo que, num mesmo momento, convivam no sistema ofertas de aquisição que não assegurem um *level playing field* aos oferentes e requisitos de comparabilidade aos destinatários.

A lei não impõe, note-se, que sigam o regime das ofertas concorrentes todos os processos aquisitivos de ações de sociedade cujas ações sejam objeto de uma oferta anunciada ou lançada – nem o poderia fazer, ou suspenderia todas as transações em mercado até ao encerramento da oferta –, nem sequer que assim seja quando esses processos aquisitivos tenham materialidade ou sejam suscetíveis de fazer frustrar a oferta inicial. De igual modo, a lei não obriga a que sigam o regime da oferta concorrente outros processos de diferente natureza – é o caso das fusões, da cisão-fusão ou da aquisição de ativos à sociedade visada –, ainda que estes possam pôr em causa os objetivos ou o sucesso da oferta inicial⁹.

O que acabamos de escrever – que parece claro face ao que dispõe o Código – já foi objeto de acesa discussão entre nós e, objetivamente, pode colocar o oferente numa posição mais escrutinada e sindicada que outros agentes, nomeadamente partes que, não pretendendo lançar uma oferta concorrente, tenham o mero intuito de fazer falhar a oferta anunciada ou já lançada¹⁰.

II. Em dezembro de 2009, a brasileira Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) anunciou o lançamento de uma OPA sobre a Cimpor. A OPA foi recebida com forte oposição pela administração da sociedade visada, que a qua-

⁹ No mesmo sentido, vd. CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 703-704; SANTOS, *Ofertas concorrentes*, 59-65. O problema tem raízes antigas no nosso sistema. Vd. em particular, a propósito da OPA sobre o Banco Português do Atlântico, JOÃO CALVÃO SILVA, *Estudos de Direito Comercial: Pareceres* (Almedina, 1999), 243-246.

¹⁰ Basta pensar num exemplo simples. Nos termos do artigo 180.º, o oferente não pode negociar fora de mercado regulamentado ações objeto da oferta (exceto se autorizado pela CMVM, com parecer prévio da sociedade visada), deve informar diariamente a CMVM sobre as transações realizadas e, caso adquira ações a preço mais alto que a contrapartida oferecida, pode ser obrigado a elevar essa contrapartida. Face ao comportamento normal das ações após o anúncio de uma OPA, isto significa, na prática, a inviabilidade de realização de compras em mercado. Já um terceiro que queira comprar ações com o objetivo de fazer a oferta falhar pode comprar ações em mercado e fora de mercado, não está sujeito a deveres especiais de informação e o preço de cada aquisição não releva para quaisquer outros efeitos.

lificou de “hostil porque oportunística, irrelevante e perturbadora da atividade da empresa”. Passado algum tempo, em janeiro de 2010, a Cimpor divulgou através ter recebido uma “proposta de fusão, preliminar e não vinculativa” da sociedade Camargo Corrêa, SA (CC). A CC publicou então um comunicado ao mercado dando conta dos termos principais dessa proposta, sendo que uma das condições a que a proposta estava sujeita era a aquisição pela CC de uma participação entre os 15% e os 25%, da Cimpor. Na sequência, ainda durante o mesmo mês de janeiro, a CMVM veio informar o mercado ter “notificado a Camargo Corrêa, SA do início de procedimento administrativo com vista a que esta conforme a sua proposta de fusão com a Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, SA ao regime das ofertas concorrentes previsto no artigo 185^a do Código dos Valores Mobiliários, ou a retire, e se abstenha de a publicitar ou divulgar e de praticar quaisquer atos com ela relacionados, para além da comunicação referente a essa retirada”¹¹. Na sequência dessa notificação, a CC fez uma comunicação ao mercado com o seguinte teor – “A Camargo Corrêa entregou hoje à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) a resposta ao projecto de decisão relativo à proposta de fusão que apresentou à Cimpor. A Camargo Corrêa está segura da legalidade dessa proposta, que se encontrava em estudo há bastante tempo, bem como do valor que da fusão decorreria para ambas as empresas e respectivos accionistas. Porém, a circunstância de ter sido lançada uma OPA previamente à apresentação da proposta de fusão pela Camargo Corrêa veio criar uma situação inédita no mercado português, susceptível de gerar entendimentos incorrectos. Sem prejuízo da convicção que mantemos acerca da lisura, transparência e legalidade da actuação da Camargo Corrêa, e que reiterámos à CMVM na nossa resposta escrita, vimos informar que comunicámos hoje à administração da Cimpor a retirada da nossa proposta de fusão, a qual fica sem quaisquer efeitos a partir da presente data”¹².

Esta posição da CMVM, e a resposta dada pela CC, fizeram com que, durante muito tempo, se tenha interiorizado entre nós que era entendimento do regulador que, após o anúncio de lançamento de uma OPA, qualquer outro negócio jurídico que visasse a alteração do controlo teria de seguir o regime da oferta concorrente e que, por isso, em particular, não seria possível propor ou prosseguir processos de fusão durante a tramitação de uma OPA, não obstante as manifestas diferenças – a todos os níveis – entre os processos. Trata-se de posição com a qual, pelas razões já expostas, não poderíamos nunca concordar

¹¹ <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20100116m.aspx>

¹² Todos os documentos sobre esta OPA e sobre a proposta de fusão ainda estão disponíveis no site da CMVM.

e que implica levar a regra a um limite de aplicação que está muito para além do seu escopo.

Não se nega, cabe assinalar, que aquilo que a CC pretendia levar a cabo não era apenas uma fusão. Ficou claro das respostas dadas à CMVM que a CC pretendia adquirir ações da Cimpor e, após essa aquisição, implementar o processo de fusão, desse modo passando a controlar a sociedade sem o lançamento de uma OPA, aproveitando a derrogação prevista na alínea c) do n.º 1 do artigo 189.º. E, claro, pretendia-o bem sabendo que o sucesso desse projeto teria por inevitável consequência o fracasso da OPA já anunciada pela CSN¹³. No entanto, e ainda assim, nada resulta do processo que permita entender que a CC estava abusivamente a utilizar o instituto da fusão como forma de evitar os constrangimentos das regras sobre OPA concorrente.

Já posteriormente à descrita oferta sobre a Cimpor, a CMVM teve ocasião de, muito embora não revendo formalmente a sua posição, dar indicações que, de facto, o seu entendimento não corresponderia ao que, em 2009, foi percebido pelo mercado.

Em 2015, durante o processo da primeira OPA anunciada pelo CaixaBank sobre o BPI, um dos acionistas de referência do BPI – a Santoro Finance – enviou uma comunicação ao CaixaBank, BPI e BCP, onde propunha a análise de uma fusão entre o BCP e o BPI. Conhecido o teor da comunicação, a CMVM instruiu os dois bancos para que revelassem o teor da carta, o que veio a ser feito pelo BPI. Apesar de o BCP ter comunicado que, “havendo interesse do Banco BPI, a Comissão Executiva do BCP manifesta a sua disponibilidade para analisar a referida operação, com respeito pelo circunstancialismo regulamentar aplicável”, a administração do BPI manifestou a sua indisponibilidade para analisar tal proposta de fusão. O processo veio por isso a morrer por falta de acordo, sem que o regulador tenha alguma vez manifestado que não seria

¹³ As particularidades do processo estão bem descritas em SALGADO, *Admissibilidade da fusão como alternativa à OPA em curso*, 51-54. O autor chega, no entanto, a uma conclusão que não partilhamos plenamente – que “o supervisor parece ter entendido que se tratava de uma utilização “abusiva” e formalmente artificial da operação de fusão, utilizada para atingir um fim, a aquisição de controlo, que naquele contexto concreto poderia (ou deveria) ser alcançado, em benefício dos acionistas, do mercado e da transparência, através do lançamento de OPA concorrente”. Não há qualquer dúvida que a proposta operação de fusão importava a alteração do controlo da Cimpor – sobretudo quando vemos a forma como a mesma foi construída e quando atentamos na aquisição de ações que era considerada “indissociável” à fusão – e não há qualquer dúvida que essa alteração de controlo, sendo bem-sucedida, teria como consequência inevitável a frustração da OPA já anunciada. Mas daí não se pode retirar que o fim pretendido “deveria” ser alcançado através de uma OPA concorrente, ou seja, que daí decorre um abuso de direito.

possível a fusão no curso da OPA anunciada pelo CaixaBank por violação das regras sobre ofertas concorrentes.

Devemos ainda fazer referência a um terceiro processo com relevância para o tema, este ocorrido em 2014, e que revela uma das mais animadas disputas pelo controlo de uma sociedade cotada que ocorreu em Portugal. Em agosto de 2014, o grupo mexicano Ángeles anunciou o lançamento de uma OPA sobre a ES Saúde, oferecendo € 4,3 por cada ação da visada. Logo no mês seguinte, a Mello Saúde publicou o anúncio preliminar de uma oferta concorrente, oferecendo € 4,4 por cada ação. Oito dias depois, a Angeles procedeu à revisão das condições da oferta e subiu o preço para € 4,50 e passados poucos dias a Tranquilidade, controlada pelos chineses da Fosun, lançou uma segunda OPA concorrente oferecendo € 4,72 por cada ação (preço que foi ainda revisto duas vezes, acabando em € 5,01 por ação, valor a que a OPA teve sucesso), o que levou as outras duas ofertas a soçobragem.

No meio deste complexo processo, num momento em que oferta da Fidelidade ainda estava em € 4,72 por ação e já não era possível lançar uma OPA concorrente, surgiu o grupo norte-americano UnitedHealth, oferecendo à acionista controladora € 4,75 euros por ação, em troca de 51% da ES Saúde e dando conhecimento público da proposta. A CMVM pronunciou-se sobre o tema e, no essencial, entendeu – (i) que tendo sido a proposta anunciada após o registo de OPA da Fidelidade; (ii) tendo sido anunciada num momento em que não podia ser formulada como oferta concorrente; (iii) tendo por objetivo a aquisição de participação de 51% do capital da visada e sabendo-se que o sucesso da proposta implica o lançamento de uma OPA obrigatória subsequente; (iv) tendo a proposta sido divulgada publicamente; entendia a que a UHG tinha passado a estar em situação de factual concorrência com a OPA da Fidelidade, sem que a sua conduta se conformasse com o regime das ofertas concorrentes. Por tudo isto, a CMVM ordenou a retirada da proposta¹⁴.

Este atribulado processo tem características marcadamente diferentes daquele que descrevemos a propósito da OPA da CSN sobre a Cimpor – porque se trata de uma proposta de compra de ações que tem por consequência necessária, sendo bem sucedida, a geração da obrigação de lançamento de OPA sobre a ES Saúde; porque é apresentada num momento em que a lei já não permite o lançamento de uma OPA concorrente; porque a compra de ações seguida

¹⁴ Os documentos referentes a este processo, que teve outros episódios importantes, estão disponíveis em https://www.cmvm.pt/pt/AradoInvestidor/rec_oper/Operacoes/Pages/OPA_ESS.aspx.

de uma OPA sobre as ações remanescentes é equivalente a uma OPA sujeita à condição de aquisição de 51% das ações. Aliás, a decisão da CMVM é muito clara nesta afinidade estrutural – que não existe no caso da fusão – quando escreve na sua decisão que se ordena a retirada da oferta “na medida em que representa a realização, em simultâneo com a oferta pública em curso, de uma operação que, reconduzindo-se formalmente a um tipo legal diverso da oferta pública, envolve, ainda assim, a divulgação pública de uma intenção de contratar o mesmo número de ações que são objeto daquela”.

III. Do que antecede, resulta então que a disposição do n.º 1 do artigo 185.º do Cód.VM segundo a qual “a partir da publicação do anúncio preliminar de oferta pública de aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, qualquer outra oferta pública de aquisição de valores mobiliários da mesma categoria só pode ser realizada através de oferta concorrente lançada nos termos do presente artigo”, revela um ónus que obriga a qualificar como oferta concorrente outras ofertas lançadas sobre os mesmos valores mobiliários, sendo que podem ser equiparadas a ofertas de aquisição as aquisições de ações que tenham por consequência necessária a obrigação de lançamento de uma OPA.

Não são assim abrangidos processos de diferente natureza – já demos os exemplos das operações de fusão, da aquisição de ações e da venda de ativos –, ainda que estes tenham por consequência necessária frustração da oferta inicial.

Não se nega, como referimos, que isto possa colocar o oferente numa posição de desvantagem relativa face a terceiros, muito embora o regime tenha vindo a ser corrigido para, tanto quanto possível, atenuar essa desvantagem. Isto porque a publicação do anúncio preliminar da oferta gera um conjunto de obrigações para o oferente – pensamos em particular nas obrigações previstas pelo n.º 2 do artigo 175.º, nas limitações à negociação de valores mobiliários da categoria dos que são objeto da oferta, ou dos que integram a contrapartida, que resultam do n.º 1 do artigo 180.º, da possibilidade de determinação da revisão da contrapartida prevista no n.º 3 do mesmo artigo ou das limitações à revisão da oferta após o registo – que o podem limitar fortemente. Isto quando outros agentes de mercado, porventura apenas interessados na frustração da oferta, têm um espaço de liberdade muito mais abrangente. Não excluímos mesmo que, quando a CMVM proferiu a decisão tomada a propósito da OPA da Cimpor, o tenha feito impressionada com essa disparidade de armas. Só que se foi assim fê-lo mal. É verdade que o oferente inicial está sujeito a regras que não são aplicáveis a entidades que não tenham tal qualidade. Mas isso faz parte da dinâmica normal de funcionamento do sistema.

IV. O momento relevante para a qualificação de uma OPA concorrente é o da publicação do anúncio preliminar previsto no artigo 175.º do Cód.VM. Daqui resultam duas decorrências¹⁵.

Resulta, em primeiro lugar, que a oferta só é qualificada como concorrente se incidir sobre valores mobiliários que são objeto de uma oferta anunciada nos termos do artigo 175.º. Sabe-se que, nos termos dessa regra, o anúncio preliminar deve ser publicado “logo que tome a decisão de lançamento de oferta pública de aquisição”. Por isso, é apenas com esse anúncio que a oferta ganha materialidade jurídica, sendo, em particular, constituído o dever previsto na alínea *a*) do n.º 2 da mesma regra de “lançar a oferta em termos não menos favoráveis para os destinatários do que as constantes desse anúncio”. Ou seja – se o prospetivo oferente estiver a preparar o anúncio de uma OPA, não tendo ainda tomado a decisão definitiva de o fazer ou se, tendo tomado essa decisão, não tiver ainda publicado o anúncio preliminar, a OPA não existe no sistema jurídico e uma outra oferta anunciada sobre os mesmos valores mobiliários não será qualificada de concorrente. Por outro lado, se uma oferta estiver anunciada, mas não lançada – por exemplo, por não verificação de condições regulatórias de que o lançamento dependa –, a oferta será sem qualquer dúvida relevante para efeitos de qualificação de outra oferta como concorrente, ainda que esta segunda possa ser lançada antes (trata-se de hipótese de limitada viabilidade face ao disposto no n.º 3 do artigo 185-A) por, por exemplo, não estar sujeita às mesmas condições regulatórias.

Resulta, em segundo lugar, que é o anúncio preliminar o documento relevante para efeitos de aferimento das condições da oferta inicial e da oferta concorrente. Sabendo-se que as condições de lançamento da oferta não podem ser menos favoráveis para os destinatários do que as constantes do anúncio, dir-se-á que, em regra, será indiferente aferir as condições da oferta inicial e da oferta concorrente no momento do anúncio preliminar ou naquele do lançamento da oferta. Mas não é assim. Desde logo, porque o anúncio preliminar que contenha condições de oferta concorrente não aceitáveis deve ser retirado. Segundo, porque pode acontecer que a CMVM venha a aceitar, por alteração de circunstâncias nos termos do artigo 128.º, a modificação das condições da oferta anunciada (seja da inicial, seja da concorrente).

¹⁵ Tal como já defendemos a outro propósito (JORGE BRITO PEREIRA, “A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo da OPA,” *Direito dos Valores Mobiliários* 2 (2000), 182-184), não cremos que seja relevante no direito nacional o conhecimento que se possa ter sobre a iminência de uma oferta (mesmo quando se trata, como na regra 21.1 do Takeover Code, de *reason to believe that a bona fide offer might be imminent*)

V. O regime da OPA concorrente pode entrar em conflito com o regime da OPA obrigatória e gerar problemas de difícil solução. Pensamos em duas hipóteses.

Quando é feito o anúncio de uma OPA obrigatória e depois surge outra oferta sobre os mesmos valores mobiliários, não há qualquer dúvida que a segunda oferta deve ser qualificada como OPA concorrente e seguir o respetivo regime. A questão que o problema coloca é, no entanto, outra e passa por aferir se a oferta obrigatória pode ser retirada pelo facto de ter surgido no mercado uma oferta concorrente. A resposta é negativa. A isso se opõe a natureza obrigatória da primeira oferta¹⁶. É essa a razão pela qual o n.º 4 do artigo 185.º deixa claro que o lançamento da oferta concorrente é fundamento de revogação de ofertas voluntárias – e não ofertas que não tenham essa qualificação, ou seja, de ofertas obrigatórias – nos termos do artigo 128.º.

Já a cronologia contrária – anúncio de oferta voluntária, constituição da obrigação de lançamento de OPA e publicação do respetivo anúncio preliminar – é bem mais complexa. Isto porque a oferta obrigatória tem uma economia de funcionamento que nada tem que ver com aquela da OPA concorrente – constituída a obrigação de lançamento de OPA nos termos do artigo 187.º, o participante tem, como forma de, sobretudo, tratar igualmente os acionistas da sociedade visada, a obrigação de lançar uma oferta com contrapartida não inferior àquela que resulta do artigo 188.º. Ora, se já existir uma oferta anunciada, e se qualificássemos a segunda OPA (obrigatória) como concorrente, isto significaria que esta teria de ser lançada pela mais alta de duas contrapartidas – aquela que resulta da aplicação do artigo 188.º (porque obrigatória) ou, nos termos do n.º 5 do artigo 185.º, 2% acima do preço da oferta anterior (porque concorrente). Ora, isto parece ser manifestamente iníquo quando o obrigado tem um dever para cumprir e não tem qualquer intenção de concorrer com a oferta que está no mercado. Tendemos, por isso, a não qualificar esta segunda

¹⁶ Percebe-se o argumento formal – o cumprimento da obrigação de lançamento de uma OPA não se esgota na publicação do anúncio preliminar ou sequer no ato de lançamento (como o artigo 187.º poderia levar a crer) e estende-se por todo o processo até ao seu encerramento. Daí que vicissitudes da oferta como, por exemplo, a alteração de circunstâncias, tenham uma leitura em caso de ofertas voluntárias e outra em caso de ofertas obrigatórias, o que pode fazer com que, em concorrência e perante uma alteração de circunstâncias, a CMVM pudesse aceitar a retirada da oferta concorrente, mas já não da oferta obrigatória. Apesar disto, sabendo que a oferta concorrente terá condições semelhantes ou melhores, e oferece um preço superior em pelo menos 2%, custa aceitar que a CMVM não possa sindicá-la a necessidade de manter a primeira oferta vigente, autorizando a sua retirada quando considere isso inútil para proteção dos direitos dos destinatários.

oferta, obrigatória, como concorrente, sujeitando-a apenas ao regime da OPA obrigatória¹⁷.

Não se pode deixar de registar que, recentemente, a CMVM tomou uma decisão que parece ir em sentido contrário. Tentando descrever de forma sucinta um processo bastante complexo: em setembro de 2019 foi divulgado um anúncio preliminar de uma OPA lançada sobre a Cofina sobre o capital social da Media Capital; face à pandemia de Covid-19, a Cofina apresentou um pedido de revogação da oferta por alteração de circunstâncias, nos termos do artigo 128.º do Cód.VM; o pedido de revogação foi indeferido pela CMVM, sendo convertido num pedido de modificação da oferta, que foi aceite, sendo, em particular, alterados o objeto, as condições e reduzindo a contrapartida para € 0,415 por ação, mas sujeitando a determinação final da contrapartida a avaliação a efetuar por auditor independente¹⁸; entretanto, a CMVM considerou que a Pluris se tinha constituído no dever de lançamento de OPA nos termos do artigo 187.º, mais considerando que a oferta, para além de obrigatória, devia ainda conformar-se com o regime das ofertas concorrentes, o que significava que a contrapartida devia ter cumulativamente em consideração os requisitos

¹⁷ O problema ganha uma relevância prática manifesta quando verificamos que qualquer agente do mercado poderia facilmente aproveitar-se da qualificação da segunda oferta, obrigatória, como concorrente, com ganhos próprios e com forte perturbação do mercado. A lei não fixa – nem o poderia fazer – um prazo para o cumprimento do dever de lançamento de OPA, apenas dispendo no n.º 1 do artigo 191.º que a publicação do anúncio preliminar da oferta deve ocorrer “imediatamente” após a verificação do facto constitutivo do dever de lançamento. Esta expressão significa que o anúncio deve ser publicado tão prontamente quanto seja razoavelmente possível. Pode, no entanto, acontecer que exista um lapso de tempo – que tem sempre de ser curto – entre a constituição da obrigação e a publicação do anúncio, causado por razões admissíveis, como seja a criação de condições internas para a oferta (obtenção de deliberações necessárias, constituição de veículo para a oferta ou contratação de financiamentos), a discussão do anúncio preliminar com a CMVM ou o desenvolvimento de contactos para a substituição do obrigado nos termos do n.º 2 do artigo 191.º. Este período poderia facilmente ser aproveitado por um qualquer acionista para anunciar uma OPA sobre as mesmas ações, o que se revelaria muito proveitoso se tiver a confiança que o obrigado tem de anunciar outra oferta e tem a obrigação de subir em 2% o preço anunciado. Vd. CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 707-709. Com um entendimento diferente, vd. Ferreira, “A OPA concorrente”, 55-73 (sobretudo 60-73), que defende que “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, efetuar uma análise comparativa e fixar como contrapartida a que apresentar o valor mais elevado”. A decisão tomada pela CMVM no caso Media Capital, que descreveremos, parece adotar este entendimento.

¹⁸ Para desenvolvimentos, e em particular para o detalhe das alterações introduzidas, remetemos para https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Pages/faq_opa_modificada_media_capital.aspx.

n.º 5 do artigo 185.º, sendo superior em, pelo menos 2%, à contrapartida da oferta preliminarmente anunciada pela Cofina e aos requisitos do artigo 188.º, sendo pelo menos igual ao maior preço pago, ou acordado pagar pela Pluris por ações da Media Capital.

Tendo o relatório do auditor independente entendido que a contrapartida a pagar no âmbito da oferta deveria ser não inferior a € 0,725 euros por ação, a CMVM entendeu que a contrapartida da OPA obrigatória deveria ser de € 0,7395 por ação, superior em 2% ao valor da contrapartida da OPA da Cofina¹⁹.

Este processo deixa claro que, ao contrário do que defendemos antes, a CMVM entendeu que o oferente obrigado ao lançamento de OPA pode ser sujeito em simultâneo às regras de concorrência de ofertas. Não se deixa de assinalar, em todo o caso, que existem particularidades relevantes e que a constituição da Pluris no dever de lançamento de OPA é subsequente ao anúncio da OPA da Cofina. Este ponto está longe de ser irrelevante e permite de certa forma compatibilizar o que escrevemos com a posição da CMVM, já que outro entendimento levaria a concluir que a forma de “escapar” ao regime da OPA concorrente seria a constituição do dever de lançamento da OPA.

VI. Uma última nota para nos referimos à posição do oferente que, nos termos do n.º 3 do artigo 185.º, não poderá ser pessoa que esteja “com o oferente inicial ou com oferente concorrente anterior em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º, salvo autorização da CMVM a conceder caso a situação que determina a imputação de direitos de voto cesse antes do registo da oferta”²⁰.

¹⁹ www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/rec_oper/Operacoes/opa_media_capital/Pages/opa_cofina_mediaCapital.aspx.

²⁰ A OPA sobre a Abertis, em Espanha, no ano de 2017, levantou problemas relevantes na interpretação da regra paralela (o artigo 41.2.a) do Real Decreto sobre Ofertas Públicas de Aquisição). De forma sucinta, em maio de 2017, a sociedade italiana Atlantia anunciou uma OPA sobre a Abertis. Já depois do registo da oferta e durante o prazo de aceitação a sociedade Hochstief, uma filial do grupo espanhol ACS, anunciou o lançamento de uma OPA concorrente. Depois do registo da OPA concorrente, mas ainda antes da abertura do prazo das duas ofertas, a Atlantia, a ACS e a Hochstief comunicaram ao mercado ter alcançado um acordo nos termos do qual a Atlantia desistia da sua oferta e Hochstief melhorava a sua oferta (com o compromisso de, em caso de sucesso da oferta, as partes dividirem os ativos adquiridos). O direito espanhol prevê expressamente a possibilidade de associação ou concertação com terceiro para melhorar a OPA (artigos 31.º e 41.º do Real Decreto sobre OPA). No entanto, suscitou-se a questão clara de saber se um oferente concorrente se podia concertar com outro oferente e introduzir alterações subjetivas, o que já tinha sido recusado pela CNMV, naquela que foi a mais disruptiva OPA ocorrida em Espanha – a concorrência entre a Gas Natural e a E-ON pelo controlo da Endesa – e que foi revista neste processo. Vd. sobre o tema Javier

O sentido final da regra parece claro e passa por evitar que o oferente inicial, através de uma pessoa próxima, use o regime da OPA concorrente para criar uma aparência de concorrência e, dessa forma, fosse habilitado a, por exemplo, rever as condições da oferta quando, segundo as regras gerais, essa revisão já não fosse possível²¹. Sem prejuízo desse sentido, não se pode deixar de constatar que a lei vai demasiadamente longe ao referir a regra ao n.º 1 do artigo 20.º como critério de legitimidade e, mais ainda, ao parecer deixar claro que a CMVM apenas pode autorizar o lançamento de oferta concorrente por alguém abrangido pela regra de imputação “caso a situação que determina a imputação de direitos de voto cesse antes do registo da oferta”²².

3. Termos e condições da oferta concorrente

I. O sistema em que assenta a concorrência entre ofertas tem três diretrizes que não são necessariamente compatíveis entre si – a oferta concorrente deve ser mais favorável que a oferta inicial, ou não faria sentido que o sistema aceitasse a perturbação causada no processo²³; a oferta concorrente e a oferta ini-

García de Enterría, “Algunas cuestiones del proceso de OPAs sobre Abertis: De concertos para la modificación de la OPA y mejoras de la contraprestación en las OPAs de canje,” *Revista de derecho del mercado de valores* (2019).

²¹ No âmbito do revogado Código do Mercado de Valores Mobiliários e do seu n.º 3 do artigo 561.º, n.º 3, que era uma regra que, com uma técnica muito diferente, continha disposição paralela, vd. o nosso JOSÉ MIGUEL JÚDICE et al., *Ofertas Públicas de Aquisição (legislação comentada)* (Económico, 1992), 172 e ss.

²² Cremos que uma boa interpretação da regra será a de entender que a autorização da CMVM terá uma natureza vinculada caso a situação que determine a imputação cesse antes do registo da oferta, sem prejuízo de poder ser dada em outros casos se a CMVM entender que não se justifica a proibição. Efetivamente, custa aceitar que a CMVM esteja inabilitada a autorizar o lançamento de uma oferta concorrente, que se pode presumir ser mais favorável aos destinatários que a oferta inicial, ainda que entenda que, apesar de o putativo oferente estar abrangido, face ao oferente inicial, pela regra de imputação, nada justifica a proibição. Uma alternativa (defendida por FERREIRA, “A OPA concorrente”, 31-32) seria de interpretar restritivamente o n.º 3 do artigo 185.º para excluir os casos de imputação de direitos de voto que não consubstanciem uma atuação concertada, muito embora nos pareça que dela emergem riscos relevantes. Isto, note-se, concordando que os casos de imputação que não consubstanciem uma atuação concertada devem ser objeto de permissão pela CMVM.

²³ Existem outras razões para que a oferta concorrente deva ser mais favorável que a oferta inicial. O anúncio da primeira oferta tem, como regra, maiores custos económicos e de oportunidade que aqueles suscitados pela oferta concorrente. O oferente inicial é aquele que “descobre” a oportunidade, aquele que teve custos diretos de análise, avaliação e monitoração da visada e é, muitas vezes, aquele que chama a atenção do mercado para aquela sociedade, assim aumentando a liquidez e facilitando a atração de outros investidores e *stakeholders* (como é o caso dos financiadores). Entende-se, por

cial devem ser objetivamente comparáveis, simultaneamente criando um *level playing field* para os oferentes e não colocando os destinatários na difícil situação de ver certas condições melhoradas e outras empobrecidas; não deve resultar da concorrência de ofertas uma posição para os destinatários que seja pior que aquela que eles tinham antes da OPA concorrente.

II. A maior favorabilidade da oferta concorrente resulta de várias regras. Primeiro, como resulta da primeira parte do n.º 5 do artigo 185.º, a contrapartida da oferta concorrente deve ser superior à antecedente em pelo menos 2% do seu valor; segundo, como resulta da segunda parte dessa regra, a oferta concorrente não pode conter condições que a tornem menos favorável; terceiro, como resulta do n.º 6 do mesmo artigo, a oferta concorrente não pode fazer depender 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 (salvo se essa percentagem se justificar em função dos direitos de voto já detidos pelo oferente e por pessoas que com este estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º). Analisemos em maior detalhe cada uma destas três regras.

A regra de aumento de preço é meridianamente clara – ao contrário do que acontece em outros ordenamentos, que deixam mais liberdade à posição do oferente concorrente, a contrapartida da oferta concorrente deve ser superior à da oferta antecedente em, pelo menos, 2% do seu valor. A regra do revogado Código do Mercado de Valores Mobiliários era muito diferente – dispunha o n.º 1 que a oferta concorrente devia “conter condições mais favoráveis para os seus destinatários do que as que, no momento do seu lançamento, resultem da oferta inicial e bem assim, se for o caso, da oferta ou ofertas concorrentes anteriores”, dispondo o n.º 2 que “se a concorrência entre a nova oferta e as anteriores respeitar apenas à contrapartida²⁴, o valor desta terá de ser superior

isso, que não seria equitativo se o oferente concorrente pudesse concorrer com a oferta inicial nos mesmos termos e condições, deixando para os destinatários a escolha entre duas ofertas equivalentes. Duas notas adicionais. Primeira para marcar que este “favorecimento” do oferente inicial se reflete em outras passagens do regime, a que voltaremos, sendo discutido até onde deve ir. Segunda nota para assinalar que a possibilidade de convivência de ofertas equivalentes causaria outros problemas, podendo ser penalizadora para os destinatários (pense-se em duas ofertas equivalentes e com a mesma condição de sucesso, podendo uma fazer com que a outra fracasse, e vice-versa).

²⁴ A interpretação da regra não era óbvia. Ao escrever “se a concorrência entre a nova oferta e as anteriores respeitar apenas à contrapartida”, a lei parecia estar a admitir duas hipóteses – a hipótese de a concorrência entre a nova oferta e as anteriores respeitar apenas à contrapartida, caso em que a oferta concorrente devia ter uma contrapartida pelo menos 5% superior; e o caso de a concorrência entre a nova oferta e as anteriores não respeitar apenas à contrapartida, sendo melhoradas outras

em, pelo menos, 5% ao da contrapartida proposta em qualquer das ofertas precedentes que se encontrem em vigor”. Ou seja – parecia aceitar-se, ao contrário do que acontece no regime atual, que a oferta concorrente não implicasse uma subida de preço (desde que fosse globalmente mais favorável), o que não deixava de gerar dúvidas interpretativas ao nível da comparação entre ofertas.

Problema mais complexo é o de saber se a oferta concorrente pode oferecer uma contrapartida em valores mobiliários sem alternativa em dinheiro (com o aumento de 2% em relação à contrapartida da oferta inicial) quando a oferta inicial ofereça uma contrapartida em dinheiro. Sabe-se que, em sede geral, nos termos do artigo 177.º a contrapartida da oferta pode consistir em dinheiro, em valores mobiliários, emitidos ou a emitir, ou ser mista, sendo que caso a contrapartida consista em valores mobiliários estes devem ter adequada liquidez e ser de fácil avaliação. Assim, não restam dúvidas que caso a oferta inicial tenha uma contrapartida em valores mobiliários, a oferta concorrente pode ter uma contrapartida em valores mobiliários ou em dinheiro (a contrapartida em dinheiro deve ser considerada, se não melhor, pelo menos nunca pior que a contrapartida em valores mobiliários). Igualmente, parece-nos claro que se a oferta inicial tiver uma contrapartida mista a oferta concorrente poderá ter, pelas mesmas razões, uma contrapartida mista ou apenas em dinheiro.

Já existem dois casos em que a comparação parece mais difícil. O primeiro é o de a oferta inicial oferecer uma contrapartida alternativa em valores mobiliários ou dinheiro – para que a oferta concorrente não possa ser prejudicial para os destinatários (para que mantenha a mesma liberdade de escolha), dir-se-ia que teria também de oferecer uma contrapartida alternativa, o que parece manifestamente violento e excessivo, devendo ser antes entendido que a contrapartida em dinheiro consome qualquer das demais opções. Também por essa razão, não nos parece que quando o oferente inicial ofereça uma contrapartida em dinheiro, possa o concorrente oferecer uma contrapartida em valores mobiliários (sem alternativa em dinheiro), já que isso revela uma alternativa pior para os destinatários – por fungíveis e líquidos que sejam os valores mobiliários, nunca poderão ser tão fungíveis e líquidos como dinheiro²⁵.

condições, caso em que não tinha de cumprir a regra dos 5% mínimo (parecendo por isso que nesse caso a contrapartida podia ser mantida inalterada). Parte do problema está hoje transposto para a interpretação do artigo 184.º, a que nos referiremos.

²⁵ Em sentido diferente, vd. STOKES, “Ensaio sobre os requisitos substantivos da oferta concorrente”, 31-32. O argumento não nos parece ser convincente, já que não é por o n.º 3 do artigo 177.º aceitar que a contrapartida possa consistir em valores mobiliários, desde que estes tenham adequada liquidez e sejam de fácil avaliação, que se possa retirar que a contrapartida em dinheiro não é mais favorável para os destinatários. Há, de facto, uma equiparação em sede geral entre ambas as contrapartidas; isto não significa que o dinheiro seja por natureza mais líquido (e com menos custos de transação) que

No que respeita às outras condições da oferta, temos de lidar com duas regras – a primeira que consta da segunda parte do n.º 5 do artigo 185.º e que dispõe que a oferta concorrente não pode conter condições que a tornem menos favorável; a segunda que consta do n.º 6 do mesmo artigo e que dispõe que a oferta concorrente não pode fazer depender 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 (salvo se, para efeitos do número anterior, essa percentagem se justificar em função dos direitos de voto na sociedade visada já detidos pelo oferente e por pessoas que com este estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º). As regras têm um sentido semelhante e é o de deixar claro que as condições – todas as condições – da oferta inicial e da oferta concorrente são comparadas, não sendo aceites condições na oferta concorrente que sejam individualmente menos favoráveis ainda que, na economia do sistema de condições, este possa ser entendido como globalmente mais favorável²⁶.

valores mobiliários. Também em sentido diferente, vd. FERREIRA, “A OPA concorrente”, 37-38. Este autor aborda também o problema de aferir qual é o momento relevante para aferição da subida da contrapartida para cumprimento do n.º 3 do artigo 185.º, entendendo que é o do anúncio preliminar, já que solução diversa geraria uma enorme insegurança jurídica e instabilidade no mercado. Não temos dúvidas que, a ser aceita a contrapartida da oferta concorrente em valores mobiliários quando a oferta inicial oferecia contrapartida em dinheiro, o momento relevante para aferir a subida da contrapartida haveria de ser o do anúncio preliminar. Mas a própria existência desse problema revela a menor favorabilidade da contrapartida em valores mobiliários – como pode o sistema lidar com uma oferta concorrente que, no momento do lançamento, esteja a oferecer contrapartida inferior ao oferente inicial? Como pode o oferente inicial decidir se revê ou não a sua contrapartida se, no momento em que termina o prazo para essa revisão, ele ainda não sabe qual será o valor final da contrapartida do oferente concorrente, já que este variará até ao momento da aceitação? São questões que, em nosso entender, deixam patente a não aceitabilidade da solução. Claro que a aceitar solução diferente da proposta se vai suscitar o problema de saber quando se avalia a melhora da contrapartida em ações – se no momento do anúncio preliminar; se no momento do anúncio preliminar e do lançamento da oferta. O problema foi expressamente tratado em Espanha a propósito da OPA sobre a Abertis e, a aceitar que a oferta concorrente possa ter uma contrapartida apenas em ações nestes casos, não vemos como pode o sistema aceitar que a avaliação não seja feita, de novo, no momento do lançamento. O que é um perigo para o oferente concorrente, que fica sujeito a movimentos de mercado (por vezes circunstanciais). Vd. GARCÍA DE ENTERRÍA, “Algunas cuestiones del proceso de OPAs sobre Abertis: De conciertos para la modificación de la OPA y mejoras de la contraprestación en las OPAs de canje”, 31-34.

²⁶ Esta interpretação parece ser clara e é geralmente aceite entre nós. Vd. CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 105. O seu sentido final é o de assegurar transparência na comparação, não deixando à apreciação da CMVM uma comparação que pode suscitar dúvidas (desde logo porque a importância das condições não é igual para todos os acionistas da sociedade visada). A regra acaba por revelar um dos mais importantes pontos em que o sistema favorece o oferente inicial – é este que define, no essencial, o quadro de condições a que a oferta fica sujeita (que a partir daí só podem ser melhoradas).

Esta regra de comparabilidade é aplicável a todas às condições de lançamento e às condições da oferta²⁷. É certo que as condições de lançamento, por se terem de verificar ou frustrar entre o momento da publicação do anúncio preliminar e o do lançamento, não são em rigor condições de uma oferta concorrente, mas apenas de uma OPA anunciada²⁸. Trata-se, no entanto, de um argumento estritamente formal. As razões que levam o legislador a exigir que a oferta concorrente seja mais favorável que a oferta inicial para que aceite a perturbação no processo seriam claramente frustradas caso o oferente concorrente tivesse plena liberdade de estipular condições de lançamento. Aliás, diga-se que parte relevante das condições de lançamento também podem ser, dependendo da vontade do oferente, condições da oferta – não teria qualquer sentido vedar ao oferente concorrente que aponha uma alteração de estatutos da visada como condição da oferta, aceitando a mesma condição como condição de lançamento.

²⁷ Não é, no entanto, aplicável às chamadas “pressuposições” ou *assumptions* do Oferente. Não é estranho que um anúncio preliminar de OPA elenque as condições a que o lançamento da OPA está sujeito (entre as quais estão por natureza a obtenção do registo prévio da junto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e a obtenção das autorizações ou não oposições regulatórias que são necessárias à aquisição), as condições a que a oferta fica subordinada, e que se devem verificar até ao seu termo (entre as quais está por natureza a chamada “condição de sucesso”, ou seja, a aquisição de um número de ações que, adicionadas às detidas pelo oferente e por entidades que se encontrem com o oferente em alguma das outras situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários, represente certa percentagem de capital) e as pressuposições em que o oferente fundou a sua decisão de lançar a OPA, sendo que algumas dessas pressuposições dizem respeito ao passado e são referidas à qualidade da informação publicada e outras dizem respeito ao futuro e à prática ou não prática de certos atos. Estas “pressuposições” são apenas relevantes, no sistema da OPA, para efeitos de aferição de erro sobre a base do negócio e/ou alteração de circunstâncias, em particular para efeitos do artigo 128.º que, como se sabe, integra um regime que é sempre intermediado pela CMVM. Assim, estas “pressuposições” são meras declarações do oferente sobre os termos de formação da vontade negocial e, por natureza, são os que sejam e nunca poderiam ser submetidos a uma regra de melhoria.

²⁸ Em sentido contrário, vd. STOKES, “Ensaio sobre os requisitos substantivos da oferta concorrente”, 28-29, referindo – “caso as referidas condições sejam condições de lançamento, de cuja eficácia depende o registo e lançamento da OPA concorrente, e não a eficácia da própria OPA concorrente – que apenas se considera efetivamente lançada com a publicação do anúncio de lançamento, após o registo da oferta – não deverão ser sujeitas à restrição supra referida, por se situarem em momento cronológico que ainda não justifica a aplicação do meio de tutela previsto do artigo 185.º, n.º 5 do Código dos Valores Mobiliários, por não haver ainda concretamente uma OPA concorrente, mas somente uma promessa pública do seu lançamento”. O argumento parece-nos ser estritamente formal, como explicamos no texto.

Sem prejuízo do que antecede, cremos que a lei está a tomar como referência apenas as condições voluntárias – é em relação a esta que a lei estabelece a regra de comparabilidade. Alargar a regra a condições legais – o que parece caber na letra da lei – significaria, na prática, vedar o acesso de certos agentes à possibilidade de lançamento de uma OPA concorrente e não cremos que seja esse o sentido da regra (ou sequer que esse seja um sentido útil para a regra). Se um acionista financeiro anunciar uma OPA sobre uma sociedade industrial, não requerendo autorização das autoridades regulatórias (de concorrência, no caso), alargar a regra a condições legais significaria, na prática, vedar o acesso à OPA concorrente a empresas estratégicas, já que estas iriam necessitar apor uma condição adicional e, numa análise individual das condições, isso não seria aceite.

III. Por outro lado, a oferta concorrente e a oferta inicial devem ser objetivamente comparáveis e é por isso que o n.º 4 do artigo 185.º dispõe que as ofertas concorrentes não podem incidir sobre quantidade de valores mobiliários inferior àquela que é objeto da oferta inicial. Esta regra – que assegura uma equivalência mínima –, e que visa evitar que o oferente concorrente venha propor um preço por ação superior em troca da redução do número de ações objeto da oferta, também é explicada pela ideia de maior favorabilidade da oferta concorrente.

IV. O sistema é ainda construído por forma a que, na medida do possível, não resulte da concorrência de ofertas uma posição para os destinatários que seja pior que aquela que eles tinham antes da OPA concorrente. Cabe em todo o caso afirmar que esse fim não é plenamente alcançado, já que existem casos em que efetivamente o lançamento da OPA concorrente pode deixar os destinatários da oferta numa situação pior que aquela que estavam antes. O caso mais óbvio em que isso pode acontecer é o de ser lançada uma oferta concorrente com uma semelhante condição de sucesso – por exemplo, aceitação da oferta por acionista titulares de ações representando pelo menos 66,66% –, dividindo-se as aceitações entre a oferta inicial e a oferta concorrente. Para que se perceba melhor a hipótese levantada, é importante ter em atenção que o lançamento da oferta concorrente não implica necessariamente a revogação da oferta inicial e que podem existir razões que justifiquem que os acionistas prefiram vender à oferta inicial, com um preço mais baixo, do que à oferta subsequente, com um preço mais alto (pensamos em razões como a existência de compromissos, formais ou informais, que obriguem à venda ao primeiro oferente ou tão-somente razões de diferente natureza, como seja entenderem que o primeiro acionista assegurará um melhor destino à sociedade visada (de que os vendedores, claro,

já não farão parte)²⁹. Outros casos em que isto pode acontecer são aqueles, que referiremos mais tarde, de o oferente inicial rever a sua condição de sucesso e não a contrapartida, assim fazendo com que os destinatários tenham de escolher entre uma oferta com menor condição de sucesso e preço mais baixo (a oferta inicial) e outra com maior condição de sucesso e preço mais alto (a oferta concorrente), causando, no limite, o fracasso de ambas as ofertas.

4. Prazo para lançamento de OPA concorrente

I. Nos termos do artigo 185-A a OPA concorrente deve ser lançada “até ao 5.º dia anterior àquele em que termine o prazo da oferta inicial”³⁰. Assim, a lei não estipula um prazo claro para o momento limite de publicação do anúncio preliminar da oferta concorrente, fixando antes o prazo por referência a dois momentos – o termo da oferta inicial (na verdade, o 5.º dia anterior) e o momento do lançamento da oferta concorrente³¹, o que faz supor que o

²⁹ Para que não se pense que a hipótese levantada – de os acionistas preferirem vender à oferta inicial, mais barata, e não à oferta concorrente, mais cara – é de verificação impossível, diga-se que, na curta história das OPA concorrentes em Portugal, já ocorreu. Em agosto de 2002 foi lançada uma OPA pela SIN – Sociedade de Investimentos e Navegação SGPS, Lda sobre a Orey Antunes. A Triângulo-Mor lançou uma OPA concorrente e a SIN reviu a oferta inicial e subiu o preço (no caso, para € 9,05 por ação). Ainda assim, a oferta concorrente (no caso, com o preço mais baixo que a oferta inicial com preço e objeto revisto) teve sucesso e a oferta inicial falhou. Já não é fácil recuperar os documentos dessa oferta, mas veja-se <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20020826.aspx>.

³⁰ O Decreto-Lei n.º n.º 219/2006, de 2 de novembro, que transpôs para o nosso ordenamento a Diretiva das OPA, encurtou o prazo que antes vigorava, já que, na versão inicial do Cód.VM, e na ausência de regra sobre o tema, era aplicado o n.º 1 do artigo 45.º do Regulamento da CMVM n.º 10/2000 que dispunha dever a oferta concorrente ser lançada até ao dia anterior àquele em que terminasse o prazo da oferta inicial. O encurtamento do prazo não é, obviamente, resultado da transposição da Diretiva e não é explicado pelo Decreto-Lei n.º n.º 219/2006. Sobre o tema, com referências até ao anterior Código do Mercado de Valores Mobiliários, vd. Ferreira, “A OPA concorrente”, 19–20.

³¹ Parece não haver qualquer dúvida que quando a lei se refere a “lançamento” não se está a referir ao anúncio preliminar de lançamento, mas ao lançamento em sentido próprio, subsequente ao registo da oferta. Não vemos, na verdade, qualquer linha de interpretação que permita outro entendimento. Isto foi ainda reforçado pelas alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º n.º 219/2006, de 2 de novembro. A CMVM pronunciou-se expressamente sobre o tema a propósito da OPA da PT – “tal como dispõe o n.º 1 do artigo 45.º do Regulamento da CMVM n.º 10/2000, qualquer eventual OPA concorrente deve ser lançada até ao dia anterior àquele em que termine o prazo da oferta inicial. Note-se que por “lançamento” de uma Oferta Pública de Aquisição se entende a divulgação do anúncio de lançamento que só é possível após a concessão do registo pela CMVM”. O documento ainda está disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/comunicados/comunicados/pages/20060717a>.

oferente concorrente terá até esse momento ultrapassado os passos que a lei põe no seu caminho, em particular a publicação do anúncio preliminar, a entrega de pedido de registo, a verificação das condições de que dependa o lançamento da OPA e o registo da OPA concorrente.

Na economia de prazos do processo regulado pelo Código, a solução parece ser razoável e permitir antecipar com alguma segurança a data-limite para que o oferente concorrente possa iniciar o processo. Senão veja-se: publicado o anúncio preliminar, o oferente tem, nos termos do n.º 2 do artigo 175.º, 20 dias para requerer o registo da oferta (60 dias, em caso de OPT); no prazo de 8 dias a contar da receção dos projetos de documentos da oferta a sociedade visada tem, nos termos do n.º 1 do artigo 181.º, 8 dias para publicar o seu relatório sobre a oferta; nos termos da alínea *a*) do n.º 1 do artigo 118.º, o registo da oferta (ou a sua recusa) deve ser comunicado no prazo de 8 dias; registada a oferta, a mesma será lançada, tendo, nos termos do n.º 1 do artigo 183.º, um prazo que pode variar entre 2 e 10 semanas; nos termos do n.º 5 do artigo 185-A, quando o anúncio preliminar da oferta concorrente seja publicado após o registo da oferta inicial ou de ofertas concorrentes anteriores, são reduzidos para oito dias e quatro dias, respetivamente, os prazos fixados na alínea *b*) do n.º 2 do artigo 175.º e no n.º 1 do artigo 181.º. Ora, o oferente, com esta informação e sabendo ainda, nos termos dos n.ºs 3 e 5 do artigo 185-A que o prazo das ofertas deve ser coincidente e que quando o anúncio preliminar da oferta concorrente seja publicado após o registo da oferta inicial ou de ofertas concorrentes anteriores são reduzidos para oito dias e quatro dias, respetivamente, os prazos fixados na alínea *b*) do n.º 2 do artigo 175.º e no n.º 1 do artigo 181.º, pode facilmente antecipar qual a data limite para iniciar um processo concorrente.

Sucede que o encadeamento temporal que referimos nunca, ou quase nunca, se concretiza, já que, estando o lançamento da OPA habitualmente dependente de condições, nomeadamente de condições regulatórias, se entende que o processo fica suspenso após o cumprimento do prazo de 20 dias do n.º 2 do artigo 175.º e do prazo de 8 dias do n.º 1 do artigo 181.º. Fica suspenso, entenda-se, até que as condições se verifiquem ou sejam entendidas como recusadas, o que pode significar, na prática, períodos muito alargados que com facilidade se

aspx. Cabe recordar que, em 2006/2007, o prazo das ofertas concorrentes era ainda fixado pelo n.º 1 do artigo 45.º do Regulamento da CMVM n.º 10/2000. Criticando a solução legal e defendendo *de iure condendo* que o momento relevante devia ser ponderado a partir do anúncio preliminar da OPA concorrente, vd. Ferreira, “A OPA concorrente”, 22. Partilhamos das críticas à solução legal, muito embora a abertura de ofertas concorrentes até aos últimos dias da OPA inicial, sobretudo quando sujeitas a autorizações regulatórias, transformaria prazos já absurdamente longos em períodos eternizados para além da descrição (basta imaginar o que causaria o surgimento de uma oferta concorrente sujeita a autorizações regulatórias ao décimo terceiro mês da OPA da Sonae sobre a PT ...).

podem aproximar dos 12 meses³². Pior: períodos que são muito alargados e em que a suspensão será levantada com atos – autorizações ou não oposições, em particular – que ninguém sabe quando serão praticados, o que deixa qualquer oferente, sobretudo quando também ele condicione a sua oferta às mesmas condições, numa posição de enorme fragilidade no que respeita ao controlo dos prazos.

O que acaba de se escrever e que descreve a enorme imprevisibilidade sobre o calendário da oferta inicial sujeita a condições regulatórias, agrava-se de forma significativa quando a oferta concorrente está, também ela, sujeita às mesmas, ou a outras, condições regulatórias, o que se pode admitir ser bastante normal. Isto quando se sabe que a CMVM apenas registará a oferta concorrente quando as condições de lançamento da oferta estiverem verificadas, em particular as de natureza regulatória ou, sendo o caso, e sendo possível, a elas o oferente tiver renunciado, o que deixa evidente cenários em que o oferente concorrente poderá ser, na prática, impossibilitado de sequer iniciar o processo.

³² Um bom (mau) exemplo é o da OPA da Sonae sobre a PT e a PTM. A Sonae publicou o anúncio preliminar das ofertas no dia 6 de fevereiro de 2006, assim abrindo um prazo de dez dias, que se esgotou no dia 16 de fevereiro, para notificar o projeto de aquisição à Autoridade de Concorrência (AdC). A partir da notificação, a AdC abriu um prazo de 30 dias úteis para aprovar, chumbar ou passar o processo a investigação aprofundada, o que ocorreu, fazendo com que o prazo de 90 dias úteis de análise da OPA pela AdC, em regime de investigação aprofundada, terminasse a 23 de junho. Sucede que o prazo se interrompe de cada vez que a AdC pede documentos ou informações e até que os receba. Isto fez com que a AdC só se pronunciasse nos últimos dias de dezembro de 2006, mais de dez meses depois do anúncio preliminar. A retoma do processo implicou depois a atualização dos documentos iniciais. Outro bom (mau) exemplo é o da mais recente OPA da China Three Gorges sobre a EDP e a EDP Renováveis que, anunciada ao mercado no dia 11 de maio de 2018, e sujeita a uma lista de mais de 15 condições regulatórias, veio a cessar no dia 24 de abril de 2019 quando os acionistas da EDP não aceitaram uma alteração de estatutos que era condição da oferta, num momento em que a generalidade das condições regulatórias ainda estava por cumprir. Esta OPA teve uma particularidade de relevo, já que a CMVM, antes da assembleia, publicou um Esclarecimento em que dava conta que se os acionistas não aprovassem a proposta de alteração estatutária se consideraria que não estava verificada uma das condições para o lançamento e registo da oferta, o que, exceto no caso de o oferente exercer a faculdade de renúncia à referida condição, levaria à extinção da OPA; e – este é o ponto mais importante – que se os acionistas aprovassem a alteração estatutária, a CMVM notificaria o oferente, estabelecendo um prazo de 45 dias de calendário, dentro do qual se deveriam verificar as restantes condições de que depende o registo e lançamento das ofertas, nomeadamente a obtenção de todas as aprovações ou autorizações administrativas exigíveis, bem como a aprovação da restante alteração estatutária relevante. Que tenhamos conhecimento, foi a primeira vez que a CMVM entendeu fixar de forma tão clara e impositiva um prazo para verificação das condições regulatórias, durante o período de suspensão do processo, ao que não será alheio o facto de nessa altura já terem decorrido 11 meses após a divulgação dos anúncios preliminares sem que se vislumbrasse a data previsível para o termo do processo. Vd. <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20190412a.aspx>.

Pense-se no caso flagrante de o oferente inicial não estar sujeito a autorizações de natureza concorrencial e de o oferente concorrente estar sujeito a essas autorizações; ou, no caso menos flagrante, e porventura mais relevante na prática, de estarem ambos os oferentes sujeitos às mesmas autorizações regulatórias, mas o oferente inicial já ter feito uma boa parte do percurso processual quando é anunciada a oferta concorrente³³.

II. De referir ainda, em sede de prazos, as regras dos n.ºs 2 e 4 do artigo 185-A, segundo as quais, respetivamente, é proibida a publicação de anúncio preliminar em momento que já não permita o lançamento da oferta concorrente até ao 5.º dia anterior àquele em que termine o prazo da oferta inicial, e o pedido de registo de oferta concorrente deve ser indeferido se a CMVM 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.

As duas regras visam evitar a enorme perturbação no mercado que é inevitavelmente provocada por uma intenção não concretizada, mas conhecida, de lançamento de oferta concorrente – sabendo-se que a oferta concorrente, a concretizar-se, ofereceria um acréscimo de preço de, pelo menos, 2%, haverá uma irresistível tentação dos destinatários da oferta para não aceitarem a oferta inicial (e até, antevendo o lançamento de outra oferta em momento posterior a preço mais elevado, a não venderem as ações na primeira oferta). Por isso, o sistema quer prevenir que surja um anúncio preliminar de uma oferta concorrente que não tenha condições de vir a ser atempadamente lançada e, decorrendo essa inviabilidade de eventos constatados após o pedido de registo, o sistema quer retirar a intenção de oferta concorrente tão prontamente quanto possível.

Claro que existirão casos em que será evidente que a oferta não tem qualquer viabilidade em termos de prazos – é o caso, desde logo, de a oferta concorrente estar sujeita a condições cujos prazos (mínimos) revelem essa inviabilidade – e outros em que apenas o curso dos processos de verificação das conclusões

³³ Com muitas críticas à solução legal, algumas partilhadas no texto, e com vários exemplos de direito comparado, vd. FERREIRA, “A OPA concorrente”, 22-26. Não há qualquer dúvida que a CMVM – por função e porque, em regra, estará dessa forma a melhor proteger os interesses dos destinatários da oferta – procurará sempre, na medida do possível, compatibilizar os calendários para que a oferta concorrente seja viável. No entanto, e apesar disso, não temos qualquer dúvida que não há compatibilização que seja possível em vários casos. Este sistema provoca ainda outra externalidade – ao obrigar o oferente concorrente a viver com tanta imprevisibilidade, este será dissuadido de avançar com a OPA concorrente pois, por um lado, não quererá alcançar cedo demais e, por outro, não quererá arriscar os riscos reputacionais de uma não aceitação da oferta por parte da CMVM.

permitirá concluir nesse sentido. Isto sabendo-se que a necessária coincidência de prazos das ofertas dá alguma latitude à CMVM para gerir os processos e, na medida do possível, adaptar os prazos das ofertas por forma a salvar a OPA concorrente que tenha, mesmo que apenas no limite, condições de viabilidade.

5. A posição jurídica do oferente anterior; em particular sobre as revisões

I. O anúncio de uma oferta concorrente revela uma das mais marcantes vicissitudes que podem ocorrer no processo de uma OPA, deixando transparecer uma disputa pública pelo controlo da sociedade visada que, normalmente, se desdobra em vários capítulos subsequentes. Percebe-se por isso que tenha efeitos jurídicos relevantes, seja sobre a posição do oferente anterior seja, a um nível diferente, sobre os destinatários da oferta que já tenham dado a respetiva ordem de venda³⁴.

Analisando a posição do oferente inicial, abrem-se três alternativas de atuação: o oferente pode nada fazer, mantendo a oferta inalterada; pode retirar a oferta, passando então a OPA concorrente a ser a única vigente; pode rever – melhorando – as condições da sua oferta, seja no que respeita à contrapartida oferecida, seja no que respeita a outros termos ou condições da oferta inicial.

II. A manutenção da oferta nos precisos termos que já haviam sido anunciados antes do conhecimento da oferta concorrente – o que pode ser feito por declaração expressa do oferente inicial ou, nos termos da parte final do n.º 2 do artigo 185-B, pelo mero decurso do prazo previsto na regra sem que tenha feito saber a sua intenção de rever a oferta – será a estratégia mais rara, apenas sendo justificável por especificidades do caso concreto. Isto porque, face à arquitetura do regime das ofertas concorrentes, podemos assumir com segurança que a oferta concorrente importa condições mais favoráveis para os destinatários – desde logo no que respeita à contrapartida oferecida –, não

³⁴ Quanto a estes, aplica-se a regra do n.º 6 do artigo 185-A – “em caso de ofertas concorrentes, as aceitações podem ser revogadas até ao último dia do período de aceitações”. Sabe-se que a prática revela que as aceitações da OPA surgem sempre nos últimos dois ou três dias do prazo da oferta, o que permite aos destinatários já darem a sua ordem de aceitação com pleno conhecimento do panorama de ofertas disponível. Para esse caso e, sobretudo, para aqueles outros em que as ordens já tenham sido dadas em momento anterior, a lei estabelece um regime de revogação que, na verdade, mais se aproxima de um verdadeiro “direito ao arrependimento” justificado pela complexidade emergente da concorrência de ofertas, já que ao estender o prazo até ao último dia do período de aceitações a lei admite que uma ordem dada já com pleno conhecimento da oferta seja concorrente seja revogada.

sendo, em normalidade, racional esperar que os destinatários da oferta optem, entre duas alternativas, pela que é menos favorável. Isto quando, do ponto de vista do oferente inicial, não podemos esquecer que a manutenção da oferta – independentemente do ponto em que ela esteja – tem custos relevantes³⁵.

Assim, existirão sobretudo dois conjuntos de casos em que se justifica a manutenção da oferta inicial.

O primeiro, é o de o oferente não poder, por razões regulatórias, retirar a oferta, ao mesmo tempo que não tem qualquer interesse em melhorar as condições oferecidas. É o caso típico de a oferta inicial ser uma OPA obrigatória espoletada pela aquisição de uma posição de controlo, não tendo o oferente interesse em aumentar a sua posição³⁶. Nestes casos, o oferente inicial já alcançou o seu objetivo – o controlo da sociedade visada – e a OPA corresponde apenas ao cumprimento de uma obrigação que ele, podendo, dispensaria. Sendo assim, não tem qualquer interesse em melhorar as condições da oferta – bem pelo contrário – e, nos termos do n.º 4 do artigo 185-B, não é autorizado a retirá-la. Resta-lhe manter a OPA nos mesmos termos e condições, sabendo antecipadamente que, em normalidade, recolherá poucas ou nenhuma aceitação.

O segundo caso é o de existirem vínculos obrigacionais, ou outros, que façam com que o oferente inicial seja obrigado a manter a oferta ou, diferentemente, façam com que ele possa razoavelmente assumir que, apesar de a sua oferta ter condições menos favoráveis que a oferta concorrente, vai ter sucesso – é o caso de ter celebrado um contrato-promessa de compra e venda de ações que suponha a venda das ações na oferta ou de acreditar que os vendedores,

³⁵ Se a oferta inicial ainda não tiver sido registada no momento em que seja anunciada a oferta concorrente, a diferença de custos será mais significativa – além dos custos de registo, dos custos de intermediação financeira e dos custos de assessoria, é no momento do registo que, nos termos do artigo 179.º, o oferente é obrigado a depositar a contrapartida da oferta em dinheiro ou entregar a garantia bancária que caucione o pagamento da contrapartida da oferta. Se a oferta já tiver sido registada, a diferença de custos será menos relevante, mas, ainda assim, poderá ter alguma materialidade – desde logo porque, em normais circunstâncias, permite cancelar a garantia bancária prestada (ou fazer cessar o depósito). Além dos custos diretos, da natureza dos referidos, a manutenção da oferta pode ter custos de outra natureza, nomeadamente reputacionais – a concorrência de ofertas é sempre uma disputa pública sobre o controlo da visada e, sendo certo que um dos concorrentes vai perder a disputa, é normalmente melhor, para esse, não querendo verdadeiramente melhorar as condições da oferta e manter o leilão, sair do processo até ao momento da sessão especial de bolsa e não se manter sob os holofotes da atenção pública.

³⁶ Há casos em que o oferente, que já tem uma posição de controlo, quer aumentar a sua posição – por exemplo, para alcançar a maioria qualificada de 66,66% que lhe permite alterar os estatutos, ou para chegar aos 90% e iniciar o processo de aquisição compulsória. Há outros em que, por razões diversas (desde logo, financeiras) não tem esse interesse.

apesar de saírem da estrutura acionista (e nessa medida de se desinteressarem da sociedade), preferirão a sua oferta à de um terceiro (pense-se no caso de uma empresa familiar em que concorrem um membro da família e um fundo que tem a intenção de desmembrar a sociedade).

III. Segunda reação possível do oferente inicial é a retirada da oferta, a qual, legalmente, é sempre possível, salvo em caso de ofertas obrigatórias. Como referimos no ponto anterior, não existindo intenção de melhorar as condições da oferta inicial, a retirada da oferta será o comportamento racional como forma de diminuir os custos, de diferente natureza, suscitados pelo processo. Por isso, dispõe o n.º 4 do artigo 185-B que o lançamento de oferta concorrente constitui fundamento de revogação de ofertas voluntárias, nos termos do artigo 128.º, o que equivale a qualificar o lançamento de uma oferta concorrente como um caso de alteração de circunstâncias que, nos termos do n.º 5 do mesmo artigo 185-B, deve ser comunicado até quatro dias a contar do lançamento da oferta concorrente³⁷.

³⁷ A remissão do n.º 4 do artigo 185.º-B para o artigo 128.º gera problemas interpretativos relevantes que são habitualmente desconsiderados. Primeiro, porque, não fora esta remissão, muito dificilmente se entenderia que o anúncio de uma oferta concorrente se qualificaria como uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias que, de modo cognoscível pelos destinatários, hajam fundado a decisão de lançamento da oferta inicial, excedendo os riscos inerentes a esta. Pois se toda a oferta pública está sujeita ao surgimento de uma oferta concorrente, o que corresponde a uma das vicissitudes expressamente reguladas pelo sistema de ofertas públicas, parece impensável, primeiro, qualificar o anúncio da oferta concorrente como uma alteração imprevisível, segundo, conceber que o oferente inicial tenha fundado a sua decisão de lançamento da oferta no pressuposto que não surgiriam ofertas concorrentes e que, ainda que tenha fundado a sua decisão nesse pressuposto, a lei defenda a sua posição e, terceiro, entender que a ocorrência desta vicissitude excede os riscos inerentes à oferta. Assim, ao contrário do que é geralmente entendido, não nos parece que a lei qualifique o anúncio de uma oferta concorrente como uma alteração de circunstâncias, para efeitos do artigo 128.º, mas antes que a lei equipara o anúncio de uma oferta concorrente a uma alteração de circunstâncias como forma de trazer para o regime a intermediação (vinculada, é certo, já a lei é clara ao afirmar que a emergência de uma oferta concorrente habilita o oferente inicial à retirada da sua oferta) da CMVM. E aqui entra o segundo problema interpretativo, já que o n.º 5 do artigo 185-B, ao dispor que “a decisão de revogação é publicada logo que seja tomada, devendo sê-lo até quatro dias a contar do lançamento da oferta concorrente”, parece que esquece a necessidade de intervenção da CMVM e considera que o momento relevante para efeitos de retirada da oferta é esse. Cremos que não é assim, já que não vislumbramos outro motivo útil na remissão para o artigo 128.º que não seja o de fazer a CMVM intervir constitutivamente. Deste modo, a decisão de revogação será apenas um passo para que a CMVM declare a oferta inicial revogada, sendo o momento da intervenção da CMVM o relevante para apuramento da data em que a oferta tenha sido revogada.

IV. Terceira reação possível do oferente inicial é a de alterar os termos da oferta inicial, melhorando-a. Esta alteração dos termos da oferta pode tomar uma de duas formas.

A primeira é, obviamente, a revisão da contrapartida oferecida. Sabe-se que, nos termos do n.º 5 do artigo 184.º, o oferente concorrente, como condição para ver a sua oferta ser aceite, teve de aumentar a contrapartida em pelo menos 2% do valor, ao mesmo tempo que não foi autorizado a apor condições que tornassem a oferta menos favorável. Por isso, sendo a contrapartida um óbvio *driver* da decisão dos acionistas, a revisão da contrapartida pelo oferente inicial será a forma mais normal de atuação para que a sua oferta recupere viabilidade.

A revisão da oferta pelo oferente inicial é, para todos os efeitos, uma revisão da oferta, sujeita ao respetivo regime, a que se aplicam, no entanto, algumas especialidades. Sendo uma revisão da oferta, isso significa que está sujeita ao disposto no artigo 184.º, de onde decorre que, sendo feita após o registo, o oferente inicial terá de subir a contrapartida proposta pelo oferente concorrente em pelo menos 2%, sendo ainda aplicado a essa revisão o disposto no artigo 129.º – primeiro, a revisão constitui fundamento de prorrogação do respetivo prazo, decidida pela CMVM por sua iniciativa ou a requerimento do oferente; segundo, as declarações de aceitação da oferta anteriores à modificação consideram-se eficazes para a oferta modificada; terceiro, a modificação deve ser divulgada imediatamente, através de meios iguais aos utilizados para a divulgação do prospeto ou, no caso de este não ser exigível, de meio de divulgação fixado pela CMVM, através de regulamento. Este regime geral tem, no entanto, uma especialidade que resulta da parte final do n.º 1 do artigo 185-B – caso seja anunciada uma oferta concorrente, o oferente inicial pode rever a sua contrapartida ainda que já o tenha feito.

Claro que – e este é um ponto importante – o artigo 184.º é apenas aplicável após o registo da oferta. Sabe-se que, em sede geral, ou seja, sem que esteja em causa a vicissitude da oferta concorrente, se aplica às revisões da oferta introduzidas entre o anúncio preliminar e o registo o disposto no n.º 2 do artigo 175.º, de onde resulta 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”, assim permitindo que as condições da oferta anunciada, mas ainda não registada, sejam revistas as vezes que o oferente quiser, sem que seja aplicável a regra dos 2% (sendo no entanto necessário que toda e qualquer revisão seja mais favorável aos destinatários). Não há razão para que a mesma regra não seja aplicável à revisão da oferta inicial quando a oferta concorrente seja anunciada antes do registo, de onde resulta que, até esse momento, o oferente inicial (e o concorrente) tem uma ampla liberdade na revisão da contrapartida.

A revisão da contrapartida pelo oferente inicial pode levar o concorrente a rever também a sua contrapartida. Inexiste no nosso sistema qualquer regra que atribua ao oferente inicial, ou ao oferente concorrente, a última palavra no que à revisão da contrapartida respeita que, assim, viverá da dinâmica de dois sistemas de regras diferentes – antes do registo da oferta, como referido, quer o oferente inicial quer o oferente concorrente poderão rever a contrapartida as vezes que entendam sem qualquer *floor* de incremento; depois do registo das ofertas, apenas poderão rever a contrapartida nos termos do artigo 184.º, ou seja, até ao quinto dia antes do fim do prazo da oferta (sabendo que nos termos do n.º 3 do artigo 185-A “o prazo das ofertas deve ser coincidente)³⁸. Por isso, pode teoricamente ocorrer que oferente inicial e oferente concorrente, tendo revisto a contrapartida nos termos do artigo 185-A, guardem a sua última cartada para esse momento que, para ambos, marcará o limite do prazo para que a revisão seja aceite³⁹.

³⁸ Foi recentemente alterada a regra brasileira da ICVM 361, na sequência da OPA concorrente sobre a Eletropaulo. Isto porque no regime anterior os concorrentes não podiam rever o preço de sua oferta durante o leilão e, portanto, estavam limitados ao preço anunciado. Pior: um terceiro interessado poderia apresentar um lance durante o leilão. Este foi um problema relevante durante essa OPA e levou a CVM a decidir em maio de 2018 que caso um terceiro fizesse sua oferta durante o leilão os concorrentes estariam autorizados a aumentar seus preços (contrariamente ao que dispunha o § 7.º do artigo 12 da ICVM 361).

³⁹ Ao contrário do que poderia parecer numa primeira aproximação, nem um sistema de leilão puro, em que cada oferente pode, sem limite de lances, subir o preço face a uma revisão do outro oferente, nem um sistema como o descrito, que na prática faz com que os dois oferentes possam deixar a sua *final and best offer* para o limite do prazo (e limite da hora), assim fazendo com que nenhum dos oferentes conheça a proposta do outro quando a sua é formulada, fazem com que o preço suba mais que aquele em que o oferente concorrente tem apenas uma formulação de contrapartida e o oferente inicial tem a última palavra. Cada caso é um caso e, se é certo que o modelo de concorrência pode ter um efeito no preço, não é menos certo que inexistente um modelo que, em todos os casos, tenha o mesmo efeito. Isto pela razão óbvia que os primeiros sistemas fazem com que os oferentes acrescentem a contrapartida de forma mais limitada, sobretudo nos lances iniciais, sempre esperando que o outro oferente desista, quando o último sistema obriga o oferente concorrente, porque apenas tem um lance, a apresentar a sua proposta máxima. Um bom exemplo dos efeitos diferentes é o risco de *overbidding*, ou seja, de um dos concorrentes fazer um lance muito maior que o outro (aquilo a que se chama *winner's curse*) – este último sistema, por permitir apenas um lance (ou dois, no caso do oferente inicial) tem maior risco de *overbidding*, o sistema de último lance simultâneo tem menor risco e o sistema de leilão sucessivo incremental tem ainda menos risco. Existe muita literatura sobre o tema. Vd., em particular sobre as ofertas concorrentes, CLERC et al., “A legal and economic assessment of European takeover regulation”, 161–163. Sobre os casos de pagamento excessivo, vd. NIKHIL P VARAIYA and KENNETH R FERRIS, “Overpaying in corporate takeovers: The winner’s curse,” *Financial Analysts Journal* 43, no. 3 (1987).

V. Pode ainda acontecer que o oferente inicial pretenda rever a sua oferta inicial em pontos diferentes da contrapartida – por exemplo, no levantamento de condições a que o lançamento da oferta ou a própria oferta estejam sujeitos ou na subida da condição de sucesso da OPA. São vários os problemas que esta revisão provoca.

Como acabamos de referir, caso a revisão ocorra entre o momento da publicação do anúncio preliminar e o registo da oferta inicial, não há qualquer dúvida que o oferente está habilitado a rever as condições da oferta inicial desde que, repete-se, o faça em termos não menos favoráveis para os destinatários do que os constantes do anúncio preliminar (ou nas revisões anteriores). Assim, da mesma forma que, independentemente do anúncio de uma oferta concorrente, o oferente podia até ao registo renunciar livremente a condições da oferta (pensamos em condições de lançamento e em condições da oferta em sentido próprio), não se vê razões para que não o possa fazer perante a emergência de uma oferta concorrente.

Esta tipo de revisões pode, no entanto, causar problemas de comparabilidade. Admita-se que a oferta inicial é lançada com uma condição segundo a qual a oferta depende da aquisição de um número de ações que, adicionadas às detidas pelo oferente e por entidades que se encontrem com este em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º do Cód.VM, representem, pelo menos, 66,66% do capital da visada. Esta cláusula impõe-se ao oferente concorrente que, no que respeita a este tema, terá de igualar a condição de sucesso do oferente inicial (ou, sendo o caso, melhorá-la ou, pura e simplesmente, não a aplicar). Admitamos, assim, que o oferente concorrente sobe a contrapartida em 2% e apõe idêntica condição de sucesso. Admitamos, por fim, que o oferente inicial, perante o anúncio da oferta concorrente, entende não rever a sua contrapartida, mas rever a condição de sucesso para 50,01%, ou seja, para uma percentagem mais favorável aos destinatários, ou até suprimir a condição que tinha apostado.

No caso apontado, sabe-se que o oferente concorrente teria de igualar a cláusula de 50,01% (ou viver sem essa cláusula) se o oferente inicial tivesse estabelecido tal regra inicialmente. Tendo-o feito após o anúncio da oferta concorrente, não se pode impor ao oferente concorrente que iguale essa condição. Daqui resulta então que, se nenhum dos oferentes revir a sua oferta, os acionistas terão de escolher entre uma oferta com pior contrapartida e uma condição de sucesso mais baixa, e uma oferta com melhor contrapartida e uma condição de sucesso mais alta. Trata-se do oposto daquilo que o sistema pretende que é que cada revisão seja, ponto por ponto, melhor para os acionistas para que estes não tenham de escolher entre partes de ofertas e, no limite, ficarem prejudicados e não beneficiados pela existência de mais de uma oferta.

No caso de a revisão de condições da oferta ocorrer após o registo, levantam-se problemas de diferente natureza. Já mencionamos a regra do artigo 184.º, de onde decorre que, até cinco dias antes do fim do prazo da oferta, o oferente pode rever a contrapartida quanto à sua natureza e montante, que a oferta revista não pode conter condições que a tornem menos favorável e que a sua contrapartida deve ser superior em, pelo menos, 2%. Daqui resulta uma dúvida interpretativa que é discutida entre nós há muito – significa a regra que, após o registo, as condições da oferta, que não a contrapartida, podem ser revistas; que as condições, que não a contrapartida, não podem ser revistas (ainda que em termos mais favoráveis para os destinatários); ou que as condições podem ser revistas desde que em termos não menos favoráveis para os destinatários e se a contrapartida for simultaneamente aumentada em pelo menos 2%?

O princípio de estabilidade da oferta prevista no n.º 1 do artigo 124.º parece conviver mal com uma ideia de livre revisão das condições da oferta (ainda que em termos mais favoráveis para os destinatários) após o registo. Mas ao mesmo tempo, também vemos com dificuldade que uma revisão das condições da oferta para a tornar mais favorável aos destinatários, contemporânea de uma alteração de contrapartida feita nos termos do Código, não seja aceite. Cremos, por isso, que o que a regra estipula é isso mesmo – a oferta é estável após o registo; a revisão da contrapartida em pelo menos 2% permite perturbar essa estabilidade; revista a contrapartida, as condições não podem tornar a oferta menos favorável, mas nada obsta a que a tornem mais favorável.

Daqui resulta então que, após o registo, uma revisão das condições da oferta, porque é sempre acompanhada de uma revisão da contrapartida, não provoca semelhante efeito na comparabilidade das ofertas que foi descrito a propósito das revisões até ao registo.

6. A posição da administração – *white knights*, *break-up fees* e outros

I. Dispõe o n.º 1 do artigo 182.º que, a partir do momento em que tome conhecimento da decisão de lançamento de OPA, o órgão de administração da sociedade visada não pode praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente. Nos termos do n.º 3 excetuam-se à regra de limitação de poderes da administração (i) os atos que resultem do cumprimento de obrigações assumidas antes do conhecimento do lançamento da oferta, (ii) os atos autorizados por força de assembleia geral convocada exclusivamente para

o efeito durante o período da oferta e (iii) os atos destinados à procura de oferentes concorrentes⁴⁰.

O sentido geral final do artigo 182.º é, cremos, claro, e passa por preservar na esfera dos acionistas a decisão sobre o mérito da oferta, ou seja, não permitir que a administração, atuando muitas vezes em conflito de interesses, já que pode normalmente antever que será substituída se a oferta tiver sucesso, possa, pelos seus atos, destruir uma oferta que, sendo dirigida aos acionistas da sociedade, deve no fim do dia ter o seu destino decidido por estes. E é também por isso que os atos autorizados por assembleia-geral convocada nos termos legais são excluídos da regra de limitação – porque nesse caso são os acionistas a autorizar a prática dos atos que, no limite, podem levar o oferente a modificar ou retirar a oferta⁴¹.

Se este sentido geral é facilmente apreensível, a questão que ululantemente se coloca é o que fazem aqui “os atos destinados à procura de oferentes concorrentes” – ou, de outro modo, que atos são estes que podem ser praticados pela administração a partir do momento em que tome conhecimento da decisão de lançamento de OPA e que são, na letra da lei, uma exceção à proibição de praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente?

⁴⁰ É sabido que esta regra foi o último, ou um dos últimos, pontos a ser fechado na Diretiva das OPA, tendo a acabado por ficar sujeita a um *opt-out* nos termos do artigo 12.º (sobre o *The Portuguese compromise*, vd. CLERC et al., “A legal and economic assessment of European takeover regulation”, 1). O mero confronto do artigo 182.º com o artigo 9.º da Diretiva mostra, para além disso, uma enorme diferença na forma (não tanto no conteúdo final) como os diplomas encaram o tema, já que o artigo 182.º consagrava a regra de limitação da administração, dispondo depois que são excecionados os atos autorizados pelos acionistas (em assembleia geral convocada exclusivamente para o efeito durante o período da oferta), quando o artigo 9.º dispõe que “o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia-geral de acionistas para o efeito antes de empreender qualquer ação suscetível de conduzir à frustração da oferta, excetuando a procura de outras ofertas e, nomeadamente, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários suscetível de impedir de forma duradoura que o oferente assuma o controlo da sociedade visada”. O artigo 9.º da Diretiva é claramente inspirado no *City code on takeover and mergers* que, na sua atual *Rule 21.1*, sob a epígrafe “When shareholders’ consent is required” dispõe que *during the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, without the approval of the shareholders in general meeting, take any action which may result in any offer or bona fide possible offer being frustrated or in shareholders being denied the opportunity to decide on its merits (...)*. Esta regra já teve várias versões e, após a sua introdução em 1968, é considerada uma das pedras essenciais desta regulamentação. Vd. ANDREW JOHNSTON, “Takeover regulation: historical and theoretical perspectives on the City Code,” *Cambridge LJ* 66 (2007), 422-423.

⁴¹ Vd. PEREIRA, “A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo da OPA”.

II. Parece-nos claro que a regra do n.º 1 do artigo 182.º do Cód.VM, tal como a do artigo 9.º da Diretiva, está mal formulada porque em nenhuma circunstância se pode considerar que “os atos destinados à procura de oferentes concorrentes” são uma exceção à proibição genérica de praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente⁴². Dito de outra forma, entendemos que se a regra da alínea *c*) do n.º 3 do artigo 182.º não existisse, ainda assim a administração da sociedade poderia, caso entendesse ser essa a melhor forma de servir o interesse social⁴³, praticar os atos destinados à procura de oferentes concorrentes e, por essa via, à maximização do preço. Não há razão para entender de forma diferente e nem sequer o argumento segundo o qual a procura da oferta concorrente pode servir sobretudo para causar a frustração da OPA inicial é relevante – pois se a frustração da oferta inicial ocorrer à custa do estabelecimento de melhores condições para os acionistas que queiram alienar a sua participação (e ainda para mais sendo causado um cenário que a adminis-

⁴² Melhor estão regimes como o alemão que começam por prevenir a administração (e fiscalização) de praticar atos que possam impedir o sucesso da oferta (“*dürfen Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte*”), sem referência a outros critérios, para depois excluir os atos de procura de oferentes concorrentes. Vd. § 33b do WpÜG. Não é que uma formulação deste tipo deixe claro o que significa a procura de oferentes concorrentes, mas pelo menos tem o significado de deixar claro que não existe, na esfera da sociedade visada, uma obrigação de princípio de preservação da oferta inicial.

⁴³ A permissão de “procurar” oferentes concorrentes não se confunde com uma obrigação fiduciária de “procurar” oferentes concorrentes. Não haja dúvida que, do ponto de vista dos acionistas que pretendam alienar as suas ações, a emergência de um oferente concorrente – sobretudo em sistemas como o nacional em que seja indispensável a subida da contrapartida – é sempre positiva. No entanto, o leque de interesses a que administração tem de atender está para além dos acionistas que pretendam alienar as ações e por isso aceita-se com naturalidade que a administração entenda que a oferta inicial corresponde aos melhores interesses da sociedade. O tema discute-se muito em Inglaterra – em que também não existe qualquer obrigação semelhante – sobretudo quando os administradores sejam também acionistas, entendendo-se que os seus deveres fiduciários enquanto administradores se sobrepõem à liberdade de disposição das ações. Vd. *Gower’s principles of modern company law*, (Sweet & Maxwell London, 2016), 953-954. É também interessante verificar que o direito norte-americano, e em particular os tribunais de Delaware, foram assumindo como natural o dever de maximização do preço (como se descreve no caso clássico *Revlon v. MacAndrews & Forbes*, perante uma oferta o Conselho deve atuar como “*auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company*”). Esse dever não tem hoje uma leitura tão linear. Vd. PETER CRAMTON and ALAN SCHWARTZ, “Using auction theory to inform takeover regulation,” *Journal of Law, Economics, & Organization* 7, no. 1 (1991), 1-2.

tração entende melhor servir os interesses da sociedade), não se vislumbra razão material para prevenir essa atuação da administração⁴⁴.

O único cenário em que o intérprete poderia ter outro entendimento seria o de concluir que, por consagrar a exceção da alínea c) do n.º 3 do artigo 182.º, a lei estaria a autorizar a administração a praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente, desde que a prática desses atos ocorresse no âmbito da procura de oferentes concorrentes. Esta interpretação, que pode facilmente ser retirada numa aproximação literal, e que revela a deficiente técnica do normativo, é no entanto manifestamente desapropriada e contrária ao sentido final da regra⁴⁵.

III. Face ao que acabamos de escrever, cabe notar que a permissão de procurar oferentes concorrentes se traduz, efetivamente, em muito pouco. Sabendo que, nos termos do n.º 1 do artigo 112.º, “as ofertas públicas devem ser realizadas em condições que assegurem tratamento igual aos destinatários”; sabendo que, nos termos do n.º 4 do artigo 151.º, o órgão de administração da sociedade visada deve, a partir da publicação do anúncio preliminar e até ao apuramento do resultado, “agir de boa-fé, designadamente quanto à correção da informação e quanto à lealdade do comportamento”; sabendo que, nos termos do n.º 7 do artigo 185.º, “a sociedade visada deve assegurar igualdade de tratamento

⁴⁴ Já referimos que podem ocorrer casos em que a existência de alternativas, por razões específicas como sejam a aposição de condições de sucesso ou pelo facto de terem sido celebrados acordos referentes à transmissão das ações, podem ter efeitos negativos para os destinatários, fazendo com que as duas alternativas caiam quando, a não existir a oferta concorrente, teria havido uma concentração de aceitações e a oferta poderia ter tido sucesso. Não o deixamos de ter presente, muito embora não se possa deixar de considerar que serão casos excecionais, já que o sistema está construído numa lógica de constante melhoria das condições da oferta para os destinatários. Por outro lado, não se deixa de ter presente que a chamada *pressure to tender* possa, em vários casos, aumentar, sobretudo naqueles casos em que surja uma oferta concorrente endossada pela administração. Vd. sobre este ponto MUCCIARELLI, “White Knights and Black Knights—Does the Search for Competitive Bids always Benefit the Shareholders of Target Companies”, 5 e ss.; Clerc et al., “A legal and economic assessment of European takeover regulation”, 136-137.

⁴⁵ Esta interpretação implicaria aceitar, por exemplo, que a administração ficava habilitada a alienar ativos empresariais estratégicos e críticos para o oferente inicial, ou a encetar um programa de abertura de estabelecimentos físicos e contratação de pessoal que comprometesse a oferta inicial (porque esses estabelecimentos seriam redundantes com aqueles do oferente inicial), desde que, num caso ou noutro, isso fosse feito na procura de oferentes concorrentes. Isto implicaria colocar ao mesmo nível a autorização dos acionistas prestada em assembleia-geral e a procura de oferentes concorrentes, sendo claro que a conclusão seria abusiva.

entre oferentes quanto à informação que lhes seja prestada”⁴⁶; fácil é perceber que está vedada à administração a prática de quaisquer atos que representem um tratamento diferenciado do (potencial) oferente concorrente, como seja o acesso a informação que não esteja disponível do mercado e que, por isso, não esteja disponível para o oferente inicial, a consagração de quaisquer condições que façam com que o sucesso da oferta inicial seja mais gravoso que o sucesso da oferta concorrente (*poison pills* aplicáveis seletivamente), a estipulação de termos de financiamento para potenciais oferentes que sejam mais favoráveis do que aqueles à disposição do oferente inicial.

Daqui resulta, então, que esta procura de oferentes concorrentes acaba por ficar reduzida a muito pouco, ou mesmo a nada, traduzindo-se em níveis de informalidade com algum perigo para a integridade do sistema.

IV. A mera possibilidade de emergência de uma oferta concorrente representa um dos mais relevantes riscos a que um oferente se sujeita – a partir do momento em que é anunciada a intenção de lançamento de uma OPA, muitas vezes na sequência de longos meses de análise e preparação, já depois de terem sido gastas quantias muito significativas com consultores, os holofotes do mercado incidem sobre a sociedade visada e, muitas vezes, passam vários a ver com clareza a oportunidade de negócio que, antes, não era por ninguém percebida. Pior: como já vimos, o sistema favorece o lançamento de ofertas concorrentes por entender que as mesmas são, em regra, favoráveis aos interesses dos acionistas da sociedade visada. Parece, no entanto, claro que a abertura de um leilão, envolvendo muitas vezes entidades com capacidade financeira muito superior, é um cenário péssimo para o oferente inicial e, por isso, não é de admirar que o oferente tente dele proteger-se. São várias as formas de limitação deste risco que podem ser prosseguidas.

O primeiro conjunto de estratégias que o oferente inicial pode prosseguir para minimizar este risco passa pela aquisição de ações e pela construção de uma posição relevante – aquilo a que se chama, *toehold*⁴⁷. Quanto maior for a

⁴⁶ A regra de igualdade de tratamento dos oferentes em sede de informação tem tradição no direito anglo-saxónico e densifica a regra geral de igualdade (entre nós, referimo-nos à relação entre o n.º 1 do artigo 111.º e o n.º 7 do artigo 185). Vd. sobre o tema CLERC et al., “A legal and economic assessment of European takeover regulation”, 39; *Gower’s principles of modern company law*, 953-961. Vários ordenamentos, aceitando o princípio, assumem que efetivamente será difícil cumprir a regra de igualdade de tratamento informativo, sobretudo naqueles casos em que OPA seja lançada em coordenação com a administração e depois surja uma OPA concorrente.

⁴⁷ Existe muita literatura sobre estratégia de ofertas de aquisição sobre o tema, elencando as vantagens e desvantagens. Vd. por todos BRENDAN MCSWEENEY, “Takeover Strategies, Competitive Bidding and Defence Tactics,” *Oxford Handbook of Mergers and Acquisitions* (2012), 292-293

posição acionista que o oferente tiver na sociedade visada, menor será o risco de emergência de uma oferta concorrente, já que o oferente concorrente sabe que o seu sucesso passa, em maior ou menor medida, pelo próprio oferente inicial e que se este não estiver disponível para vender a sua posição será muitas vezes difícil, ou até impossível, o sucesso⁴⁸. Fica claro, no entanto, que construir uma posição acionista de relevo não é tarefa fácil, barata, discreta ou isenta de riscos – porque o *free flow* disponível é normalmente incompatível com a construção de grandes posições (o que ainda ganha contornos mais marcados em bolsas com pouca liquidez como a nossa); porque a criação de uma forte pressão compradora leva ao inevitável aumento da cotação; porque as regras de divulgação de participações qualificadas fazem com que cedo essa estratégia fique transparente para os demais acionistas; porque o putativo oferente se arrisca a ficar com uma posição minoritária sem grande sentido estratégico e que pode pesar no seu balanço. Por isso, pode-se afirmar que serão poucos os casos em que a construção de uma posição acionista seja feita com o estrito objetivo de facilitar uma OPA ou prevenir ofertas concorrentes⁴⁹.

Outro conjunto de estratégias passa pela celebração de acordos, com níveis diferentes de vinculação, entre o putativo oferente e a sociedade visada, entre os quais o mais relevante é aquele que prevê o pagamento de *break-up fees* pela visada caso a oferta venha a fracassar, em particular quando surja uma oferta

⁴⁸ Há ainda outros efeitos que relevantes. Primeiro, o oferente inicial com uma participação relevante na sociedade visada, em concorrência de preço com um terceiro, está, com a formulação do seu preço final, a marcar o valor pelo qual ou compra (porque a sua oferta tem sucesso) ou vende (porque a oferta concorrente tem sucesso e ele não quererá normalmente ficar na estrutura acionista da sociedade); daí que, ao contrário do normal, o próprio fracasso da OPA possa significar um encaixe financeiro relevante. Por outro lado, e como é óbvio, a detenção de participação reduz o custo da OPA, já que existirão menos ações em circulação e, sobretudo, reduz o delta de aumento de preço que resulta da concorrência de ofertas.

⁴⁹ A construção de uma posição acionista – a aquisição de ações em mercado – como parte de uma estratégia que serve uma OPA (a lançar mais tarde), levanta problemas jurídicos de outra natureza. Primeiro, levanta problemas de *insider trading*. Alguns sistemas, como é o caso do inglês, foram especialmente cautelosos ao definir as regras sobre *insider trading*, deixando de fora casos como este em que a informação privilegiada (a intenção de lançar a OPA a um certo preço) é uma informação do próprio agente e que integra um processo de decisão. Vd. *Gower's principles of modern company law*, 955. Há aliás sistemas, como o norte-americano, em que o recurso a estas estratégias foi levado a limites com os designados *dawn-raids* em que, na manhã em que a oferta é anunciada, mas antes do anúncio, o oferente limpava as posições vendedoras no mercado até ao preço da OPA. Vd. MCSWEE-NEY, “Takeover Strategies, Competitive Bidding and Defence Tactics”, 293. Isso não acontece, no entanto, entre nós, com o artigo 378.º que, na sua letra, abrange casos como este. Segundo, levanta problemas de cumprimento do dever de publicação do anúncio preliminar. Claro que será assim se a decisão de lançamento da oferta estiver tomada. Não o será se a decisão não estiver tomada ou se a aquisição de ações for condição para que a decisão seja tomada. Trata-se, em qualquer caso, de *gelo fino*.

mais vantajosa⁵⁰. O sentido final da penalidade é bastante óbvio – ressarcir o oferente pelas despesas suportadas como forma de anular, ou minimizar, o risco de surgimento de uma oferta concorrente. Parece claro, no entanto, que, dependendo do montante da penalidade, a celebração deste tipo de acordos acaba por ser, em si mesma, dissuasora do surgimento de ofertas concorrentes – não apenas porque o oferente concorrente sabe à partida que contará com a oposição da administração da visada, já amarrada a outro adquirente, mas sobretudo porque o sucesso da oferta concorrente significa a emergência da obrigação de pagamento da compensação, o que transforma este *break-up fee* numa espécie de *poison-pill*.

O regime inglês, aquele em que este tipo de acordos ganhou mais popularidade, regula expressamente a figura, impondo um *cap* de 1% do valor total da oferta para penalidades deste tipo, tendo a revisão de 2010 deixado o campo de admissibilidade da figura ainda mais estreito. Já o direito português nada dispõe sobre o assunto, entendendo-se normalmente que a celebração deste tipo de contratos violaria o princípio do tratamento igualitário, além de poder deixar em causa a preservação dos deveres de lealdade dos administradores⁵¹.

⁵⁰ Outra tipologia passa por acordos em que o *board* se obriga a dar a sua recomendação à OPA e, sendo o caso, a não procurar ativamente, ou a não encorajar, oferentes alternativos. Alguns destes acordos têm sido sujeitos a litigância nos tribunais ingleses, sendo entendido que estão sujeitos a uma condição implícita de não surgimento de uma oferta alternativa, sendo que, surgindo, os administradores devem estar livres para a analisar e, sendo o caso, atuarem no melhor interesse da sociedade. Vd., com várias referências jurisprudenciais, *Gower's principles of modern company law*, 956.

⁵¹ Vd. CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 706. Não temos conhecimento de contratos deste tipo terem sido celebrados entre nós. Percebendo os riscos da figura – que, no limite, poderiam por em causa o regime da OPA concorrente – não excluimos que sejam admissíveis em alguns casos, especialmente naqueles em que a penalidade a pagar seja congruente com as despesas efetivamente suportadas pelo oferente e a celebração do acordo corresponda ao melhor interesse da sociedade, em particular por não existir oferta sem tal acordo.