

FACULDADE DE DIREITO (ESCOLA DE LISBOA) E  
FACULDADE DE CIÊNCIA ECONÓMICAS E EMPRESARIAS  
DA UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# **A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO CONCORRENTE**

*REGIME SUBSTANTIVO E SEUS EFEITOS SOBRE O MERCADO DE CONTROLO SOCIETÁRIO*



**EDUARDO A. CRESPO**

DISSERTAÇÃO FINAL APRESENTADA NO ÂMBITO DO CURSO DE  
MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO DA FACULDADE DE DIREITO  
(ESCOLA DE LISBOA) E DA FACULDADE DE CIÊNCIA  
ECONÓMICAS E EMPRESARIAS DA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
PORTUGUESA, SOB ORIENTAÇÃO DO DR. JORGE BRITO PEREIRA

**30 DE AGOSTO DE 2016**



## ÍNDICE

Nota Prévia .....	4
Siglas e Abreviaturas Utilizadas.....	5
Introdução.....	6
1. As Ofertas Concorrentes e o Mercado de Controlo Societário .....	7
1.1. Introdução — O mercado de controlo societário.....	7
1.2. A dupla funcionalidade do mercado de controlo societário .....	9
1.3. A regulação da concorrência entre os participantes no mercado de controlo societário .....	10
1.3.1. A proteção da eficiência económica do mercado de controlo societário .....	12
1.3.2. Equilíbrio entre os interesses a tutelar na regulação da concorrência no mercado de controlo societário.....	13
1.3.3. O incentivo ao lançamento de OPA – a tutela do oferente inicial .....	14
1.3.4. A tutela dos destinatários da oferta e a proteção da maximização do seu rendimento .....	15
1.4. O Mercado de Controlo Societário em Portugal.....	16
2. Regime da OPA Concorrente no CVM e seus Principais Efeitos sobre a Concorrência no Mercado de Controlo Societário.....	19
2.1. Introdução – a regulação substancial das ofertas concorrentes no CVM .....	19
2.2. Objeto da Oferta.....	20
2.2.1. Identidade Qualitativa do Objeto da Oferta .....	20

2.2.2. Identidade Quantitativa Mínima do Objeto da Oferta .....	21
2.3. Condições da Oferta.....	24
2.3.1. Proibição de inclusão de condições que tornem a oferta concorrente menos favorável .....	24
2.3.2. A proibição de fazer depender OPA concorrente de condições de eficácia menos favoráveis que a oferta inicial para os destinatários da oferta .....	26
2.3.3. Possível restrição à liberdade de mercado e à concorrência .....	27
2.4. Contrapartida .....	28
2.4.1. A majoração da contrapartida oferecida pelos oferentes concorrentes enquanto mecanismo de compensação ao investimento do oferente inicial.....	29
2.5. Identidade do Oferente.....	32
2.5.1. O recurso à técnica de imputação de direitos de votos do artigo 20.º, n.º 1 do CVM .....	33
2.5.2. A desproporcionalidade da limitação subjetiva ao lançamento de OPA concorrente por força da remissão para as técnicas de imputação de direitos de voto do artigo 20.º, n.º 1 do CVM.....	35
2.5.3. Conclusão — uma solução interpretativa para a restrição subjetiva ao lançamento de OPA concorrente .....	38
3. Conclusões .....	42
Bibliografia.....	44

## NOTA PRÉVIA

A presente dissertação foi preparada no âmbito do Mestrado de Direito e Gestão da Universidade Católica Portuguesa, para efeitos da sua submissão enquanto *trabalho final* para obtenção do grau de “Mestre” em Direito e Gestão, conforme o disposto nos artigos 19.º e seguintes do regulamento deste programa curricular, aprovado a 1 agosto de 2008.

A primeira referência bibliográfica será feita com indicação de autor, título, local de publicação, ano e página, sendo que as referências posteriores serão sempre remetidas com o nome do autor e a expressão “cit.”, acompanhada do número da página correspondente.

## SIGLAS E ABREVIATURAS UTILIZADAS

<b>BFD</b>	<i>Boletim da Faculdade de Direito</i>
<b>Cad MVM</b>	<i>Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários</i>
<b>CMVM</b>	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
<b>CNVM</b>	<i>Comisión Nacional del Mercado de Valores</i>
<b>Cód.MVM</b>	Código do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de abril
<b>CVM</b>	Código de Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, na redação em vigor à data da apresentação da presente dissertação
<b>CWRLR</b>	<i>Case Western Reserve Law Review</i>
<b>Diretiva 2004/25/CE</b>	Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, publicado no Jornal Oficial das Comunidades Europeias n.º L-142, 12-23, de 30 de abril de 2004
<b>DSR</b>	<i>Direito das Sociedades em Revista</i>
<b>HLR</b>	<i>Harvard Law Review</i>
<b>JFE</b>	<i>Journal of Financial Economics</i>
<b>JPE</b>	<i>Journal of Political Economy</i>
<b>OCDE</b>	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
<b>OPA(s)</b>	Oferta(s) Pública(s) de Aquisição, tal como definidas no CVM e seguindo o procedimento nele previsto.
<b>RDS</b>	<i>Revista de Direito das Sociedades</i>
<b>RES</b>	<i>The Review of Economics and Statistics</i>
<b>ROA</b>	<i>Revista da Ordem dos Advogados</i>
<b>SLR</b>	<i>Stanford Law Review</i>
<b>UE</b>	União Europeia
<b>YJR</b>	<i>Yale Journal on Regulation</i>

## INTRODUÇÃO

Pretendemos com o presente estudo utilizar o mecanismo jurídico da OPA concorrente para evidenciar as vantagens da concorrência no mercado de controlo societário para o mercado de capitais e para o governo das sociedades, propondo a identificar as diretrizes económicas que deverão subjazer à regulação das OPAs concorrentes no CVM<sup>1</sup>.

O presente estudo desenvolver-se-á em duas partes.

Num primeiro momento, propomos verificar quais os efeitos sobre o mercado de controlo societário e sobre o *corporate governance* da coexistência de uma pluralidade de OPAs em concorrência. Para o efeito, iremos expor brevemente de que forma a concorrência no mercado de controlo societário potencia as suas funcionalidades. De seguida, viremos a analisar se a eficiência económica do mercado de controlo societário resultante da concorrência de uma pluralidade de OPAs é digna de tutela regulatória através da regulação das OPAs concorrentes. Por último, procuraremos centrar os resultados desta análise no mercado português.

Num segundo momento, propomos analisar a forma como o legislador português regulou as OPAs concorrentes<sup>2</sup>, focando para este efeito os seus respetivos requisitos substantivos e condições ao lançamento. Procuraremos extrair conclusões acerca da eficácia desta regulação na proteção da concorrência económica no mercado de controlo societário nacional. Desde já se esclarece que não se pretende neste segundo momento esgotar o tema do regime da OPA concorrente nem expor a tramitação do seu processo, mas apenas cingir a análise aos efeitos da regulação da concorrência de OPAs.

---

<sup>1</sup> Serão apenas tomadas como referência as OPAs que tenham por objeto ações (excluindo do âmbito da análise as OPAs que tenham por objeto outros valores mobiliários), não apenas pela maior frequência destas ofertas, mas também por serem aquelas que se encontram subjacentes às transações de controlo. Consideramos por esta razão que tais OPAs são centrais para uma apreciação do funcionamento do mercado de controlo societário nacional, designadamente a aquisição e transmissão de direitos de voto em sociedades abertas.

<sup>2</sup> Tendo este tido total liberdade nesta regulação face à legislação da UE, na medida em que a Diretiva 2004/25/CE permite que o Estados-membros regulem livremente a matéria das ofertas concorrentes, nos termos da alínea c) do seu artigo 13.º.

## 1. AS OFERTAS CONCORRENTES E O MERCADO DE CONTROLO SOCIETÁRIO

### 1.1. Introdução — O mercado de controlo societário

As OPAs concorrentes têm lugar no ambiente económico e jurídico do mercado de capitais, no âmbito do qual tipicamente se verifica a existência de um *mercado de controlo societário*. Este pode-se caracterizar enquanto o mercado onde o controlo de sociedades abertas — bem como os respetivos benefícios privados de controlo que deste se extraem<sup>3</sup> — é adquirido e alienado em transações de controlo<sup>4</sup>, fundamentalmente em benefício dos acionistas da sociedade visada pela aquisição<sup>5</sup>.

O crescimento da relevância do mercado de controlo societário acompanha o do *corporate governance*, sendo na verdade um elemento essencial deste, na medida em que a separação da propriedade da sociedade do seu controlo estimula as transações de controlo<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Para um desenvolvimento da temática dos benefícios privados de controlo, *vide* MIGUEL E. CANCELA DE ABREU, “*Private Benefits of Control – Do Aproveitamento Pessoal do Controlo Societário*”, *DSR*, março 2016, Ano 8, vol. 15, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 151-195.

<sup>4</sup> Utilizamos aqui a terminologia adotada por DAVIES e HOPT, segundo a qual transações de controlo serão aquelas que têm lugar quando um terceiro adquire ações – com vista à aquisição da titularidade de direitos de voto – aos acionistas da sociedade visada pela aquisição, caracterizadas pela ausência de uma deliberação social (*corporate decision*) por parte da administração da sociedade visada no sentido de realizar tal transação. Cfr. PAUL DAVIES e KLAUS HOPT, “Control Transactions”, in AAVV., *Anatomy of Corporate Law*, 2ª Edição, Oxford University Press, Oxford, 2009, p. 225. Contudo, não deixamos de ter em conta, no presente estudo, outras transações de controlo, como aquelas em que um acionista maioritário vende a sua posição de controlo a um acionista minoritário — aliás, as mais típicas no palco nacional.

<sup>5</sup> Esta definição encontra-se em linha com aquela utilizada pela OCDE: «*In an economic system where the voting stock (shares) of companies are publicly bought and sold through the mechanism of a stock exchange, the term “market for corporate control” refers to the process by which ownership and control of companies is transferred from one group of investors and managers to another*» Cfr. *Glossary of Industrial Organization Economics and Competition Law*, disponível em [www.oecd.org](http://www.oecd.org), consultado em julho de 2016. Aceção alternativa é avançada por Michael C. Jensen e Richard S. Ruback, defendendo antes que o mercado de controlo societário será a arena no qual as equipas de administração competirão pela obtenção dos direitos a gerir os recursos societários: «*We view the market for corporate control, often referred to as the takeover market, as a market in which alternative managerial teams compete for the rights to manage corporate resources. Hence, the takeover market is an important component of the managerial labor market*». Cfr. MICHAEL C. JENSEN e RICHARD S. RUBAK, “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence”, *JFE*, 11, 1983, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), consultado em julho de 2016, p. 2

<sup>6</sup> A formulação clássica da separação entre propriedade e controlo societários foi primeiro avançada por ADOLF BERLE e GARDINER MEANS na sua obra clássica, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, Nova Iorque, 1932. O estudo pioneiro para o *corporate governance* moderno assentou esta formulação na observação da distinção entre *interesses sobre a sociedade e poder sobre a sociedade*: «*The position of the owner has been reduced to that of having a set of legal and factual interests in the enterprise while the group which we have called control, are in the position of having legal and factual*

Este fenómeno resulta na conversão do controlo societário num bem suscetível de ser adquirido e transmitido por via da transação das ações e respetivos direitos de voto subjacentes a esse controlo<sup>7</sup>.

EDWARD B. ROCK vem a demonstrar como o conceito de um mercado onde o bem transacionado é o controlo societário ultrapassa a figura de uma mera construção teórica, observando que este apresenta a aparência externa de um mercado, funcionando como tal e sendo encarado da mesma forma pelos seus participantes<sup>8</sup>. Por esta razão, defende o Autor que «*the market for corporate control, like other markets in the economy, requires the fundamental protection of the antitrust laws and, contrary to the only cases on point, should not be left unprotected*»<sup>9</sup>.

Apesar de existirem outros mecanismos de aquisição do controlo (v.g. a fusão), o mercado de controlo societário é extremamente potenciado pelo mecanismo da OPA. Conforme afirmou MANUEL REQUICHA FERREIRA, «o conceito de mercado de controlo societário requer um mecanismo que permita ao adquirente interessado no controlo dirigir-se, diretamente, aos acionistas sem a necessidade de passar pelo crivo decisório dos administradores, porque estes quererão evitar, a todo o custo, a alteração do controlo na medida em que sabem que serão substituídos por gestores mais competentes que procurarão retirar o valor potencial “escondido” (*hidden value*) da sociedade identificado pelo interessado na aquisição do controlo»<sup>10</sup>. É justamente esta característica da independência face à administração da sociedade visada que torna o mecanismo da OPA tão atrativo para investidores<sup>11</sup>.

---

*powers over it*». Cfr. A. BERLE / G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York, 1932, p. 120.

<sup>7</sup> MANUEL REQUICHA FERREIRA, *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*, Almedina, Coimbra, 2015, p. 52.

<sup>8</sup> EDWARD B. ROCK, “Antitrust and the Market for Corporate Control”, *California Law Review*, 1989, p. 1360.

<sup>9</sup> *Idem*, p. 1427.

<sup>10</sup> MANUEL REQUICHA FERREIRA, *Acordos...cit.*, p. 59.

<sup>11</sup> Contudo, note-se que ao longo dos tempos se verificaram várias técnicas anti-OPA, desenvolvidas pela administração da sociedade visada, com o objetivo de impedir o sucesso de OPAs. Sobre o assunto, o qual não será objeto do presente estudo, vide ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Da Tomada de Sociedades (*takeover*): Efetivação, Valoração e Técnicas de Defesa”, in *ROA* n.º 54, vol. III, 1994, pp. 761-777, disponível em [www.portal.oa.pt](http://www.portal.oa.pt), consultado em agosto de 2016.

Tomamos assim como ponto de partida do presente estudo a premissa de que o mercado de controlo societário, enquanto elemento essencial do *corporate governance*, apresenta os atributos externos de um mercado funcional, o que leva a que a concorrência entre os seus participantes mereça tutela regulatória<sup>12</sup>, especificamente na regulação do processo de ofertas concorrentes. Levantamos aqui a questão de saber a que grau tal tutela deverá estar refletida na regulação das OPAs concorrentes e em que medida a eficiência económica do mercado de controlo societário, passível de ser afetada por comportamentos anticoncorrenciais por parte dos seus participantes, deverá estar legalmente protegida.

### **1.2. A dupla funcionalidade do mercado de controlo societário**

Importa fazer uma breve nota acerca dos efeitos para as sociedades abertas, e, bem assim, para o mercado de capitais em geral, do normal funcionamento de um mercado de controlo societário: a este mercado tem sido apontada dupla funcionalidade — uma correspondente à realização de transações que têm por objeto o controlo de sociedades abertas, e uma outra disciplinadora da conduta das administrações das sociedades abertas<sup>13</sup>. Esta funcionalidade disciplinadora é essencial para o *corporate governance*, na medida em que, uma vez destacado o controlo da titularidade das participações da sociedade, o normal funcionamento daquele mercado constitui o principal mecanismo para monitorizar<sup>14/15</sup> os problemas inerentes a esta separação<sup>16</sup>, em especial o chamado conflito de agência<sup>17/18</sup>.

---

<sup>12</sup> Cumpre destacar que a utilização do termo *concorrência* será utilizado numa perspetiva jurídico-económica e não numa perspetiva meramente jurídica (do Direito da Concorrência).

<sup>13</sup> MANUEL REQUICHA FERREIRA, *Acordos...cit.*, p. 58.

<sup>14</sup> Conforme observado por JOÃO CUNHA VAZ, relativamente ao risco de o órgão de administração agirem no sentido de frustrar o êxito da oferta, «o desígnio da regulamentação das OPA consiste em criar normas e instrumentos que minimizem os custos de agência e as ineficiências associadas ao mecanismo das OPA hostis (assimetrias de informação) e facilitar a transferência do controlo para as mãos de administrações mais eficientes» JOÃO CUNHA VAZ, *A Opa e O Controlo Societário. A Regra de Não Frustração*, Almedina, Coimbra, 2013, p. 48.

<sup>15</sup> Veja-se, contudo, que este entendimento pressupõe a dispersão da propriedade societária por pequenos investidores que se verifica nos ordenamentos jurídicos de *common law*, que não é típica da Europa continental, conforme se verá *infra* em 1.4., onde esta função de monitorização é geralmente desempenhada pelos acionistas controladores.

<sup>16</sup> FRANK H. EASTERBROOK e DANIEL R. FISCHER referem que «[t]he tender bidding process polices managers whether or not a tender offer occurs, and disciplines or replaces them if they stray too far from the service of the shareholders» FRANK H. EASTERBROOK e DANIEL R. FISCHER, “The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer”, 94 *HLR* 1161, 1981, p. 1169.

Como destacado por HENRY G. MANNE, «*the market for corporate control gives to these shareholders both power and protection commensurate with their interest in corporate affairs*»<sup>19/20</sup>. Contudo, embora o resultado de estudos empíricos sobre o valor criado após OPA hostis não evidencie a inequívoca eficácia das transações de controlo em disciplinar a atuação das administrações de sociedades abertas, tal pode não implicar a ineficácia do próprio mercado de controlo societário em realizar essa funcionalidade disciplinadora<sup>21</sup>.

### ***1.3. A regulação da concorrência entre os participantes no mercado de controlo societário***

Ainda antes de EDWARD B. ROCK<sup>22</sup> ter defendido a aplicabilidade das regras de regulação concorrencial ao mercado de controlo societário, já HENRY G. MANNE tinha identificado cinco vantagens alcançadas pela regulação da concorrência de que o mercado de controlo societário poderia beneficiar: «*[t]he market for corporate control implies a*

---

<sup>17</sup> Conforme tem sido devidamente destacado pela doutrina, «[o] problema reside na motivação do principal em atuar de acordo com os interesses do agente e não de acordo com os seus próprios interesses. O cerne da dificuldade reside no facto de agente ter, por norma, mais informação do que o principal sobre os factos relevantes, pelo que o principal não pode assegurar *per se* que a performance do agente foi exatamente aquela que prometeu.» MANUEL REQUICHA FERREIRA, *Acordos...*, cit., p. 54.

<sup>18</sup> Jensen e Meckling fazem notar que pressupondo que ambas as partes na relação entre sócios (principal) e a administração (agente) procuram maximizar a utilidade, não existe razão para crer que o agente prosseguirá sempre o melhor interesse do principal. MICHAEL C. JENSEN e WILLIAM H. MECKLING, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *JFE*, vol. 3, n. 4, 1976 disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), consultado em julho de 2016, p. 5.

<sup>19</sup> HENRY G. MANNE, “Mergers and the Market for Corporate Control”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, n.º 2, 1965, p. 119.

<sup>20</sup> No mesmo sentido, JOÃO CUNHA VAZ, *A Opa...*, cit., p. 108, quando afirma que «a figura da OPA, ou sua simples ameaça, representa um incentivo ao melhor desempenho dos membros da administração de uma sociedade no sentido de defenderem os interesses dos seus acionistas, pelo que uma melhor performance reduz a probabilidade de serem alvo de uma OPA». O *corporate governance* surge, contudo, da constatação de que este mecanismo disciplinador, embora fundamental para a monitorização da atuação das administrações, se revela insuficiente.

<sup>21</sup> Conforme verificado por MARIA MAHER e THOMAS ANDERSSON, «*While the evidence does not seem to support the hypothesis that takeovers act to rectify managerial inefficiencies, this does not mean that policy makers need not worry about mechanisms that inhibit the market for corporate control. Even if there is no evidence that takeovers actually improve firm performance, this does not necessarily imply that the market for corporate control does not work as a disciplining device. This is because the mere threat of a takeover may serve this function. Therefore, the fact that we do not observe takeovers that are motivated with the disciplining of management but, instead, are motivated by other objectives, does not mean that the market for corporate control is not an effective disciplining device, since it is the threat that serves as the mechanism*». MARIA MAHER e THOMAS ANDERSSON, “Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth”, OCDE, 1999, disponível em [www.oecd.org](http://www.oecd.org), consultado em julho de 2016, pp. 38 e 39.

<sup>22</sup> Conforme referido *supra* em 1.2.

*number of important advantages which must be compared to those existing in the present antitrust enforcement. Among the advantages of the former, as we have seen, as a lessening of wasteful bankruptcy proceedings, more efficient management of corporations, the protection afforded non-controlling corporate investors, increased mobility of capital, and generally a more efficient allocation of resources»<sup>23</sup>.*

Neste sentido, EDWARD B. ROCK vem identificar duas perspetivas distintas que justificam a regulação da concorrência no mercado de controlo societário, que se reconduzem à *supra* referida dupla funcionalidade do mercado de controlo societário: (i) da perspetiva da concorrência, a necessidade da tutela desta por servir propósitos económicos, sociais e políticos fundamentais<sup>24</sup>; (ii) da perspetiva do *corporate governance*, pelo importante papel desempenhado pela concorrência pelo controlo societário no controlo de conflitos de interesse entre acionistas e a administração<sup>25</sup> (em especial, o *supra* referido conflito de agência).

Tendo já sido abordada a segunda perspetiva, destacamos que o autor, por referência aos problemas jusconcorrenciais emergentes da concentração societária, salienta a importância dos efeitos distributivos da regulação da concorrência em sede de controlo societário (visando prevenir que, por via de acordos entre concorrentes, os acionistas da sociedade visada não cedam valor aos adquirentes do controlo da sua sociedade), fazendo igualmente notar a importância de efeitos de alocação (pelo ambiente concorrencial permitir com maior eficácia a alocação do controlo da sociedade visada para o oferente que mais a valoriza).

Do *supra* exposto podemos já deduzir que a concorrência no mercado de controlo societário tem inerentes ganhos de valor para a economia, fundamentalmente emergentes da

---

<sup>23</sup> HENRY G. MANNE, *Mergers...*, cit., p. 119.

<sup>24</sup> MIGUEL MOURA E SILVA aponta como fundamentos políticos do direito da concorrência (i) o controlo do poder económico, na medida em que «O principal objetivo do atual Direito da Concorrência é controlar o o exercício (e, em determinadas circunstâncias, a criação ou o reforço do *poder de mercado*; e este é um conceito que não se confunde com o de *poder económico*. Uma empresa de pequena ou média dimensão pode, nas circunstâncias adequadas, dispor do poder de aumentar os preços acima do custo marginal ou de excluir concorrentes»; (ii) a salvaguarda da liberdade de empresa; (iii) a redistribuição de riqueza; e (iv) a proteção dos consumidores. MIGUEL MOURA E SILVA, *Direito da Concorrência – Uma Introdução Jurisprudencial*, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 11-14.

<sup>25</sup> EDWARD B. ROCK, *Antitrust...cit.*, p. 1375.

maximização dos ganhos proporcionados pelo normal funcionamento do mercado de controlo. Vejamos agora em que consistem estes ganhos.

### 1.3.1. A proteção da eficiência económica do mercado de controlo societário

Num estudo dos efeitos económicos das OPA realizado por ROBERTA ROMANO, são identificadas duas espécies de ganhos de eficiência com transações de controlo: por um lado, encontramos *ganhos com sinergias* obtidos através (a) dos ganhos com eficiência operacional (produto de uma correlação positiva entre oferente e sociedade visada), (b) ganhos por sinergias financeiras e (c) ganhos com diversificação, pela redução do risco através da fusão de fontes de rendimento; por outro lado, encontramos os *ganhos em eficiência* resultantes da redução dos custos de agência<sup>26</sup>, emergentes (i) da substituição de administrações ineficientes e (ii) da possibilidade de maior acesso a *free cash flow* que poderá ser investido em projetos, em alternativa a ser distribuído aos acionistas controladores<sup>27/28</sup>.

O problema da regulação da concorrência em sede da OPA coloca-se assim em termos análogos aos do equilíbrio entre a maximização do rendimento das ofertas para os respetivos destinatários e o incentivo a potenciais oferentes para o lançamento de OPA (inicial)<sup>29</sup>. Conforme se desenvolverá adiante, questão central de uma apreciação do regime

---

<sup>26</sup> Têm sido várias as espécies de *agency costs* apontadas pela doutrina, maioritariamente da proveniente de países de *common law*, onde estes temas são mais estudados. A título de exemplo, JENSEN e MECKLING decompõem os custos de agência em três: (i) custos com a monitorização da atuação do agente pelo principal, onde se incluem os incentivos expendidos para o alinhamento dos interesses do agente com aqueles do principal (*monitoring expenditures by the principal*), (ii) custos com a salvaguarda do principal contra a atuação do agente (*bonding costs*), e (iii) e ainda os custos resultantes da perda de bem-estar pelo principal por força da divergência entre a conduta adotada pelo agente e a conduta que o principal teria adotado sem a interposição da relação de agência. JENSEN e WILLIAM H. MECKLING, *Theory...cit.*, p. 6.

<sup>27</sup> MICHAEL C. JENSEN, *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, in *Knights, Raiders & Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, Oxford University Press, 1988, p. 314.

<sup>28</sup> ROBERTA ROMANO, "A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation", *YJR*, vol. 9, 1992, pp. 125 a 132.

<sup>29</sup> Neste sentido, CALOS ROQUEIRO entende que «*los órganos que generan las normas sobre estos procesos [de OPA] tienen una tarea compleja. Po un lado pueden tratar de aumentar la protección y la rentabilidad de los accionistas minoritarios que se vean envueltos en una OPA. Pero al hacer esto, será menos probable que se produzca dicha oferta, por lo que en algunos casos el minoritario perderá la oportunidad de obtener cualquier tipo de rendimiento extraordinario*» CARLOS L. APARÍCIO ROQUEIRO, *Regulación de Las OPA:*

português da OPA concorrente à luz da concorrência no mercado de controlo societário será a de verificar se os interesses do oferente inicial se encontram tutelados adequadamente ao incentivo que este merece para o lançamento de OPA (e se esse incentivo está devidamente salvaguardado no regime da OPA concorrente), e se essa tutela se arrisca a dificultar o aparecimento de oferentes concorrentes, ou se estes sairão prejudicados da aplicação do regime.

### 1.3.2. *Equilíbrio entre os interesses a tutelar na regulação da concorrência no mercado de controlo societário*

Embora por referência a um ordenamento jurídico onde vigora o modelo procedimental de OPA concorrente<sup>30</sup>, ROBERTA ROMANO entende haver maiores ganhos para os destinatários quanto maior o incentivo para o lançamento de ofertas iniciais, na medida em que, embora o leilão pelo controlo aumente, o retorno *ex post* de uma oferta para os destinatários reduz a probabilidade *ex ante* de serem lançadas ofertas iniciais<sup>31</sup>. A autora conclui que os acionistas ficarão lesados quando a regulação existente num sistema potencie o leilão pelo controlo da sua sociedade<sup>32</sup>. Porém, embora a determinação legal de um sistema de leilão possa (em teoria) implicar perdas de valor para os acionistas de uma sociedade potencialmente visada por OPA, ROBERTA ROMANO destaca que tal não implicará necessariamente perdas de valor para a economia no seu todo. Contudo — e não podemos deixar de concordar com a autora — a restrição ao leilão pelo controlo

---

*teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*, CNVM, 2007, disponível em [www.cnvm.es](http://www.cnvm.es), consultado em agosto de 2016, p. 65.

<sup>30</sup> Este modelo de regulação corresponde àquele onde o legislador adotou um modelo de regulação «que deixa que o mercado funcione e desenvolva o próprio processo de leilão. O modelo procedimental limita-se a fixar as regras de “jogo” ou do processo da OPA de moto a que os oferentes possam concorrer entre si, apresentando as suas ofertas e permitindo aos destinatários escolher, livremente, qual o oferente que apresenta a melhor proposta de aquisição das suas ações.» MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA Concorrente”, in AAVV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume X, Coimbra Editora 2011, p. 182.

<sup>31</sup> A este respeito, EASTERBROOK e FISCHER formulam o valor de ações como o resultado da soma de dois componentes: (i) o preço prevalecente no mercado caso nenhuma oferta tenha sucesso (multiplicado pela probabilidade de que não haverá qualquer oferta) e (ii) o preço que será pago numa futura oferta (multiplicado pela probabilidade de que alguma oferta terá sucesso) FRANK H. EASTERBROOK e DANIEL R. FISCHER, *The Proper Role...cit.*, p. 1169.

<sup>32</sup> ROBERTA ROMANO, *A Guide to Takeovers...cit.*, p. 157.

societário<sup>33</sup> implica sempre custos sociais, nomeadamente «(...) *a higher price for equity capital, as common stock owners would no longer share in takeover gains. If bidders are public companies, then this would not affect the cost of equity capital because what shareholders lose on the target side they gain on the bidder side*»<sup>34</sup>.

### 1.3.3. O incentivo ao lançamento de OPA – a tutela do oferente inicial

Resulta do *supra* exposto que um regime regulador da concorrência no mercado de controlo societário terá que atender ao incentivo ao lançamento de OPA, protegendo a posição de um oferente inicial face ao aparecimento de oferentes concorrentes. Potenciais oferentes incorrem em custos substanciais na prospeção da oportunidade para o lançamento de OPAs, principalmente na pesquisa de sociedades subvalorizadas no mercado e na determinação de como a administração destas poderá ser melhorada<sup>35</sup>. Conforme observado por EASTERBROOK e FISCHER, a posição do oferente inicial é especialmente precária, uma vez que as despesas incorridas com toda a investigação que a prospeção da oportunidade de lançar OPA requer constituirão custo irrecuperável (*sunk cost*) ao qual poderão vir a acrescer os custos com o lançamento. Por outro lado, o retorno deste investimento do oferente inicial decresce com o processo de leilão pelo controlo da sociedade visada e com a resistência levantada pela administração desta<sup>36</sup>.

Esta particular precariedade da posição jurídica do oferente inicial justifica uma especial tutela perante o aparecimento de OPAs concorrentes. Conforme visto *supra* em 1.3.1., ao salvaguardar o investimento do oferente inicial, incentiva-se o lançamento de ofertas para a realização da referida segunda funcionalidade do mercado de controlo societário – a promoção da monitorização da atuação das administrações de sociedades abertas.

---

<sup>33</sup> Restrição em regra operada por sistemas de regulação *substancial*, o modelo que, conforme MANUEL REQUICHA FERREIRA, «procura estabelecer regras sobre as diversas questões relativas às OPAs concorrentes: contrapartida, objeto, sujeito, condições, cláusulas de sucesso, entre outras». MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...”, cit., p. 182.

<sup>34</sup> ROBERTA ROMANO, *A Guide to Takeovers...cit.*, p. 164.

<sup>35</sup> FRANK H. EASTERBROOK e DANIEL R. FISCHER, *The Proper Role...cit.*, p. 1178.

<sup>36</sup> FRANK H. EASTERBROOK e DANIEL R. FISCHER, “Auctions and Sunk Costs in Tender Offers”, *SLR*, n.º 35, 1982, p. 21.

#### 1.3.4. A tutela dos destinatários da oferta e a proteção da maximização do seu rendimento

No seguimento da *supra* referida obra de HENRY G. MANNE, que inaugurou o estudo do mercado de controlo societário, tem surgido o entendimento de que a tutela dos acionistas no mercado de controlo societário se formula em termos análogos à tutela do consumidor nos mercados de bens e serviços, merecendo especial proteção<sup>37</sup>. Assim, quanto aos destinatários da oferta, a proteção da sua posição justifica-se, primeiramente, pelo elevado grau de informação e transparência necessário a uma tomada de decisão esclarecida e informada relativamente às ofertas em concorrência<sup>38</sup>, bem como a maximização do seu retorno nos processos de OPA através da concorrência pelo controlo de uma sociedade<sup>39</sup>. Tem ainda sido apontado pela doutrina como fundamento para a promoção da concorrência pelo controlo, o alívio da resultante pressão sobre os destinatários da oferta no que respeita à sua relação de dependência com a oferta inicial, pelo aumento do leque de possíveis escolhas<sup>40</sup>.

Importa referir que, no caso português, a doutrina tem entendido que através da adoção de um regime substancial na regulação da OPA concorrente no CVM, o legislador nacional visa salvaguardar a segurança e previsibilidade do mercado<sup>41</sup>, protegendo o acesso à informação necessária dos destinatários para a aceitação de ofertas em concorrência.

---

<sup>37</sup> Conforme observa o autor norte-americano FRED S. MCCHESENEY, «*The market for corporate control is really to be understood in consumer-protection terms, with “consumers” in that market being shareholders*», questionando ainda o autor «*if markets ordinarily operate reasonably competitively, would not shareholder sovereignty emerge in this market, just as consumer sovereignty emerges in competitive markets generally?*» FRED S. MCCHESENEY, “Manne, Mergers, and the Market for Corporate Control”, *CWRLR Review*, 245, 1999, p. 249; também neste sentido, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, Almedina, Coimbra, 2015, p. 23.

<sup>38</sup> Tutela esta prevista ao nível da Diretiva 2004/25/CE, dispondo o seu artigo 3.º, n.º 1, alínea b) que «Os titulares de valores mobiliários da sociedade visada devem dispor de tempo e informações suficientes para poderem tomar uma decisão sobre a oferta com pleno conhecimento de causa».

<sup>39</sup> MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...”, cit., p. 178.

<sup>40</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas...* cit., p. 113 (nota 184).

<sup>41</sup> Neste sentido, MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...”, cit., p. 188.

#### 1.4. O Mercado de Controlo Societário em Portugal

As conclusões a que a doutrina de *common law* chega relativamente aos efeitos da concorrência no mercado de controlo societário são dificilmente aplicáveis à Europa continental (e ainda mais a Portugal) por força da reduzida dimensão dos mercados de capitais e pela elevada concentração acionista, sendo a funcionalidade disciplinadora que os autores frequentemente atribuem ao mercado de controlo societário assumida pelos acionistas controladores das sociedades abertas<sup>42/43</sup>. A concentração da propriedade societária verificada na maioria dos países da Europa continental (como é o caso de Portugal) tem sido justificada na doutrina, entre outras razões, pela necessidade de acionistas controladores optarem por deter maiores participações nas sociedades que controlam de forma a conseguirem exercer o controlo, bem como a uma insuficiente proteção legal de pequenos investidores. Estas razões, a que acrescem razões históricas e económicas — como os incentivos ao *debt finance* —, levam a que, no entendimento de certos autores (que não temos por aplicável ao mercado português), a procura de ações no mercado de capitais seja de tal forma fraca que o preço destas seja reduzido ao ponto em que as sociedades abertas não tenham incentivo a emitir ações<sup>44</sup>.

Existem já dados empíricos que fundamentam a concentração acionista no mercado de capitais nacional. Recentemente, a CMVM precedeu a uma análise do controlo societário nas sociedades portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, publicado no *Relatório Anual Sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal* referente ao ano de 2014<sup>45</sup>. Note-se, desde logo, que a percentagem de ações dispersas (*free float*) «representavam, no final de 2014, em média, 24,3% do capital social das cotadas»<sup>46</sup>. Também, 24 das 43

---

<sup>42</sup> MARIA MAHER e THOMAS ANDERSSON, “Corporate Governance...”, cit., p. 37.

<sup>43</sup> Elucidativo deste ponto é a observação de JOÃO CUNHA VAZ, de que «o reduzido número de OPA com alteração efetiva de controlo e a rara ocorrência de OPA hostis – como o caso da Opa (sem êxito) da CSN sobre a CIMPOR em finais de 2009 – faz com que, à semelhança do que acontece nos outros EM da Europa continental, o governo das sociedades continue a recair essencialmente sobre os mecanismos de controlo interno.» JOÃO CUNHA VAZ, *A OPA...*, cit., p. 311.

<sup>44</sup> Neste sentido, RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER e ROBERT W. VISHNY, *Law and Finance*, *JPE*, Vol. 106, 1998, p. 1145, onde se encontra um desenvolvimento deste tema.

<sup>45</sup> Disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), consultado em julho 2016.

<sup>46</sup> CMVM, *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal / 2014*, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), consultado em agosto 2016, p. 1.

sociedades cotadas portuguesas eram em 2014 controladas por um só acionista<sup>47</sup>, correspondendo as posições de domínio, em média, a 67,1% do capital social. Nestas 43 sociedades, foram identificadas 170 participações qualificadas, 24 das quais eram superiores a 50% do capital social.

Quanto à composição da administração das sociedades cotadas, a CMVM verificou que «[r]elativamente à existência de relações familiares, profissionais ou comerciais, habituais e significativas, com acionistas detentores de participações qualificadas superiores a 2% dos direitos de voto da sociedade, identificaram-se 128 administradores em 34 sociedades para os quais se verificavam as relações mencionadas. Apenas nove sociedades reportaram que nenhum dos seus dirigentes detinha relações desta natureza com acionistas detentores de participações qualificadas»<sup>48</sup>.

Verificando-se o elevado grau de concentração acionista entre as sociedades cotadas portuguesas, bem como a natureza familiar, profissional ou comercial das relações entre os membros dos seus órgãos de administração e os acionistas detentores de participações qualificadas, levanta-se a questão de saber se a regulação da concorrência no mercado de controlo societário em Portugal surtirá os *supra* referidos efeitos, apontados pela doutrina. De facto, uma dimensão de tal forma reduzida do número de ações dispersas no mercado de capitais português leva a que os alienantes decisivos em transações de controlo sejam invariavelmente acionistas com posições de domínio nas sociedades visadas por ofertas. Isto faz com que a aquisição do controlo da maioria das sociedades abertas em Portugal venha a resultar de negociações (bi)laterais entre estes e os potenciais adquirentes, sem que seja determinante para o sucesso de ofertas a aceitação por parte de pequenos acionistas<sup>49</sup>.

A quantidade de participações qualificadas verificadas nas sociedades abertas portuguesas significa ainda que, quando ofertas iniciais surjam do dever de lançar uma

---

<sup>47</sup> Sendo o critério para a aferição deste controlo o domínio sobre o exercício de influência dominante, para os efeitos do artigo 21.º, n.º 1 e 2 do CVM.

<sup>48</sup> CMVM, *Relatório Anual...*, cit., p. 10.

<sup>49</sup> Elucidativo deste ponto é a mais recente sucessão de OPAs concorrentes em Portugal, sobre a Espírito Santo Saúde SGPS, S.A., em que 51% do capital social desta era detido pela Espírito Santo Healthcare Investments, S.A. Levando a que o sucesso das ofertas se encontrasse inteiramente dependente da aceitação deste acionista. *Perguntas e respostas sobre a oferta pública dirigida à aquisição da totalidade do capital social da Espírito Santo Saúde - SGPS, SA*, 2014, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), consultado em agosto de 2016.

OPA por força do disposto no artigo 187.º do CVM, o sucesso da OPA concorrente possa depender da sua aceitação pelo oferente inicial, que terá desde logo o controlo da sociedade visada. Esta realidade pode reduzir a utilidade prática da regulação das ofertas concorrentes, na medida em que o sucesso de qualquer oferta estará sempre dependente da aceitação do acionista controlador.

Contudo, há que notar que a preocupação pela transparência demonstrada pelo legislador nacional na regulação das ofertas concorrentes<sup>50</sup> indicia que o regime pressupõe uma determinada dispersão do capital das sociedades abertas, mesmo que este regime venha apenas a ser aplicado a um mercado de controlo societário inexpressivo onde a concentração de propriedade acionista impede a sua realização plena. Entendemos, contudo, que a tutela da concorrência no mercado de controlo e da eficiência deste se deverá encontrar subjacente à regulação das ofertas concorrentes no CVM, independentemente da realidade da concentração da propriedade das sociedades abertas em Portugal.

---

<sup>50</sup> Evidenciado, por exemplo, em sede da limitação subjetiva ao lançamento de OPA concorrente estatuída no artigo 185.º, n.º 3 (analisado *infra* em 2.5.) que visa tutelar o *princípio da verdade do mercado* ao evitar a confusão entre oferentes.

## 2. REGIME DA OPA CONCORRENTE NO CVM E SEUS PRINCIPAIS EFEITOS SOBRE A CONCORRÊNCIA NO MERCADO DE CONTROLO SOCIETÁRIO

### 2.1. *Introdução – a regulação substancial das ofertas concorrentes no CVM*

Conforme referido *supra* em 1.3.3., o legislador português consagrou nos artigos 185.º a 185.º-B do CVM um modelo de regulação substancial<sup>51</sup> para as ofertas concorrentes<sup>52</sup> (por oposição ao modelo procedimental), determinando quais os requisitos substantivos e condições para o lançamento a que OPAs concorrentes<sup>53</sup> terão de obedecer de forma a concorrer com a oferta inicial. O legislador teve especial liberdade na elaboração do regime, uma vez que a regulação das OPAs concorrentes se encontra prevista na alínea *c*) do artigo 13.º da Diretiva 2004/25/CE enquanto uma matéria que deverá obrigatoriamente ser regulada pelos legisladores dos Estados-membros da UE, porém sem que a Diretiva previsse para ela regras específicas.

Através da previsão de requisitos substantivos e condições ao lançamento de OPA concorrente, o legislador nacional estabelece as regras para a coexistência de uma pluralidade de OPA em concorrência<sup>54</sup>. Centraremos por esta razão a presente análise ao regime da OPA concorrente do CVM no tema da regulação da concorrência no mercado de controlo societário, abordando neste capítulo apenas os parâmetros substantivos definidos no regime que são passíveis de influenciar a relação concorrencial entre oferentes (designadamente a forma como o legislador condiciona os oferentes e o conteúdo das suas ofertas), deixando de parte uma análise procedimental da tramitação do processo de OPA

---

<sup>51</sup> Um modelo de regulação de ofertas concorrentes substancial «fixa requisitos para o lançamento de OPA concorrente ou para a revisão das ofertas em concorrência, impondo um objeto mínimo ou condições mínimas ou uma subida mínima da contrapartida, tendo por referência, normalmente, a oferta anterior.» MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...”, cit., p. 183.

<sup>52</sup> Esclarece-se que fica excluído do âmbito da presente análise a problemática da qualificação de uma oferta enquanto *concorrente*, por força do disposto no artigo 185.º, n.º 1.

<sup>53</sup> O conceito de *oferta concorrente* é delimitado pelo disposto no artigo 185.º, n.º 1 do CVM enquanto qualquer OPA lançada sobre valores mobiliários da mesma categoria daqueles que constituem o objeto da oferta inicial.

<sup>54</sup> Note-se que poderá existir mais do que uma OPA concorrente relativamente à mesma OPA inicial. Contudo, para facilidade de linguagem, utiliza-se aqui a expressão no singular, não se descurando a eventual existência de mais que uma oferta concorrente.

concorrente. Estes parâmetros substantivos são: (i) o objeto da oferta; (ii) as condições da oferta; (iii) a contrapartida; e (iv) a identidade do oferente.

## 2.2. *Objeto da Oferta*

### 2.2.1. *Identidade Qualitativa do Objeto da Oferta*

Começaremos então a presente análise pela imposição da identidade do objeto entre as ofertas inicial e concorrentes: por força do n.º 1 do artigo 185.º do CVM, «a partir da publicação do anúncio preliminar de oferta pública de aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado<sup>55</sup>, qualquer outra oferta pública de aquisição de valores mobiliários da mesma categoria<sup>56</sup> [da oferta inicial] só pode ser realizada através de oferta concorrente lançada nos termos do presente artigo». A concorrência entre ofertas pressupõe, assim, um objeto comum entre estas (correspondente na mesma medida a um interesse comum dos oferentes)<sup>57/58</sup>.

A identidade dos objetos das ofertas inicial e concorrentes afere-se fundamentalmente pela verificação de que o conteúdo dos valores mobiliários sobre os quais incidem as ofertas é o mesmo, isto é, que estes valores mobiliários integram a mesma

---

<sup>55</sup> HUGO MOREDO SANTOS defende a aplicação analógica do regime das OPAs concorrentes aos casos análogos onde o objeto das respetivas ofertas sejam valores mobiliários admitidos à negociação em mercado não regulamentado, na medida em que «[a]s regras que integram a disciplina das ofertas concorrentes justificam-se porque as ofertas em causa são públicas e visam adquirir valores mobiliários e não porque esses valores mobiliários se encontram admitidos à negociação em mercado regulamentado». HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas...cit.*, p. 76.

<sup>56</sup> O conceito de conteúdo dos valores mobiliários foi densificado por MIGUEL GALVÃO TELES, que notou que «a identidade de conteúdo dos valores mobiliários traduz-se na identidade dos direitos (e obrigações) que os integram, a que se reporta o art. 45.º do CVM (...)» cfr. MIGUEL GALVÃO TELES, “Fungibilidade de Valores Mobiliários e Situações Jurídicas Meramente Categorias”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Teles*, Vol. I, Coimbra, 2002.

<sup>57</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas...cit.*, p. 66.

<sup>58</sup> Nas palavras de PAULO CÂMARA, «[d]o que se trata é, (...) assegurar um paralelismo jurídico entre ofertas públicas de aquisição sucessivamente anunciadas; e não, manifestamente impor que qualquer operação com impacto nos valores mobiliários objeto de uma OPA previamente anunciada assumia imperativamente a forma de uma operação concorrente, consumindo qualquer outra modalidade prevista na lei, mesmo quer como se disse, possa envolver uma tomada de controlo» PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2011 p. 602.

categoria<sup>59</sup>, salvaguardando-se assim a aplicação da regra da revogabilidade das aceitações da oferta inicial, por força do disposto no artigo 126.º, n.º 2 do CVM<sup>60</sup>. Nestes termos, identidade da categoria de valores mobiliários entre as ofertas inicial e concorrentes afere-se por referência a parâmetros qualitativos<sup>61</sup> — e não quantitativos —, que se encontram previstos no artigo 45.º do CVM, nos termos do qual «os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes».

### 2.2.2. *Identidade Quantitativa Mínima do Objeto da Oferta*

Dispõe o artigo 185.º, n.º 4 do CVM que «[a]s ofertas concorrentes não podem incidir sobre quantidade de valores mobiliários inferior àquela que é objeto da oferta inicial». A identidade quantitativa mínima dos valores mobiliários que constituem o objeto entre a oferta inicial e concorrentes pressupõe a identidade qualitativa imposta pelo artigo 185.º, n.º 1. À semelhança do que acontece em qualquer OPA, o objeto das ofertas concorrentes constará do respetivo anúncio preliminar, por força da alínea c) do n.º 1 do artigo 176.º do CVM, com a particularidade de que, neste último caso, estas terão de respeitar a percentagem mínima que o oferente inicial propôs adquirir<sup>62</sup>.

É discutido entre nós se o objeto definido pelo oferente inicial determinará a medida uniforme para todos os oferentes concorrentes que lhe seguem, ou antes se no caso de surgirem múltiplas ofertas concorrentes, o último oferente concorrente terá de atender ao objeto da oferta que o antecedeu (ainda que concorrente), sempre que as ofertas não forem

---

<sup>59</sup> Conforme destacado por PAULO CÂMARA, «[a] categoria de valor mobiliário corresponde a um conjunto homogêneo de valores mobiliários. (...) Para estes efeitos, os critérios gerais de homogeneidade – isto é, de pertença à mesma categoria – são determinados pelo artigo 45.º CVM. Segundo este normativo, os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes.» PAULO CÂMARA, *Manual...*cit., p. 114.

<sup>60</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, cit., p. 601.

<sup>61</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas...*cit., p. 67.

<sup>62</sup> HUGO MOREDO SANTOS entende que a obrigatoriedade de respeitar o mínimo fixado pelo oferente inicial qualifica a oferta concorrente enquanto *oferta vinculada*, «porque necessariamente ligada à oferta inicial e ao conteúdo do respetivo anúncio preliminar» HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas...*cit., p. 91.

gerais e caso esse objeto seja mais abrangente que a oferta inicial<sup>63</sup>. Temos por acertada a interpretação de HUGO MOREDO SANTOS, no sentido de «[s]e a oferta inicial não for geral e total e a primeira oferta concorrente alargar o respetivo objeto, o segundo oferente concorrente (assim como o oferente inicial, em sede de revisão das condições da oferta por si lançada) estará vinculado a lançar a sua oferta tendo em consideração o objeto mais amplo, mesmo que este objeto alargado tenha sido definido pela oferta concorrente e não pela oferta inicial»<sup>64</sup>. Esta interpretação assenta assim em quatro fundamentos: (i) o legislador terá partido do pressuposto que só existiriam duas ofertas em concorrência; (ii) esta é a interpretação exigida à luz da tutela do primeiro oferente concorrente; (iii) de outra forma o primeiro oferente concorrente não teria qualquer estímulo para, face a uma oferta inicial geral e parcial, alargar o respetivo objeto; e (iv) não faria sentido que a oferta antecedente fosse referência para a fixação da contrapartida, mas não para a determinação do objeto (onde a referência seria a oferta inicial). Acresce que, desta forma, se previne que o oferente concorrente tenha maior facilidade em reunir condições para oferecer uma contrapartida mais elevada do que a da oferta inicial (ou concorrente anterior) pela sua oferta visar uma quantidade inferior de valores mobiliários<sup>65</sup> ou por vir a ser lançada OPA concorrente com o simples intuito de dificultar o sucesso da oferta inicial<sup>66</sup>.

Em linha com esta interpretação, consideramos bastante expressivo o argumento que evidencia que o legislador poderá ter pressuposto que à oferta inicial apenas seguirá uma única OPA concorrente<sup>67</sup>, aquando da redação do artigo 185.º, n.º 4 do CVM. Veja-se que, não obstante a referência expressa ao oferente inicial, nenhum sentido faria o legislador

---

<sup>63</sup> Esta posição defendida por MIGUEL STOKES, que entende prevalecer a referência expressa ao objeto da oferta inicial: «se quisesse utilizar como bitola a oferta antecedente, como no caso do artigo 185.º, n.º 5 e 6, o legislador tê-lo-ia referido expressamente.» MIGUEL STOKES, *Ensaio...cit.*, p. 25

<sup>64</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas...cit.* pp. 94 e 95

<sup>65</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...cit.*, p. 603.

<sup>66</sup> Cfr. JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Ofertas Competidoras, Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) – Comentario sistemático del Real Decreto 1187/1991*, Vol. I, Centro de Documentación Bancária y Bursátil, Madrid, 1993, p. 628.

<sup>67</sup> Em sentido contrário, presumindo que o legislador se exprimiu adequadamente, MANUEL REQUICHA FERREIRA defende que este optou por uma solução em consonância com o regime da revisão das ofertas em concorrência, no qual o artigo 185.º-B, n.º 3 remete para as regras relativas à contrapartida e às condições da oferta estatuídas no artigo 185.º, n.º 5 todos do CVM, observando que «[n]ão obstante a letra da lei parecer ser contrária ao espírito regime das OPAs concorrentes, (...) essa contradição não é insanável e foi, aliás, desejada pelo próprio legislador, não se exigindo uma interpretação ab-rogatória da palavra “inicial” ou interpretação analógica com base no n.º 5 do artigo 185.º do Cód.VM para os casos em que há várias ofertas em concorrência»– MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...”*cit.*, p. 228.

exigir por força do disposto no artigo 185.º, n.º 5 do CVM o melhoramento progressivo das ofertas tendo sempre por padrão a oferta antecedente (quer seja esta inicial ou concorrente), mas contrariamente permitir que uma OPA concorrente seja lançada sobre um objeto mais restrito que a oferta anterior, efetivamente contraindo no momento do lançamento de tal oferta o número de destinatários que poderão vir a beneficiar do aumento da contrapartida ou das condições mais favoráveis da última OPA concorrente<sup>68</sup>.

Enveredando por uma interpretação literal da norma, as consequências da técnica legislativa que subjaz à sua redação assentam, conforme se verifica noutras instâncias do regime da OPA, na proteção da posição do oferente inicial. Contudo, tal opção do legislador poderá contrariar o princípio da oferta mais favorável<sup>69</sup>, na medida em que não se coaduna com o melhoramento sucessivo das ofertas, claramente expresso no artigo 185.º, n.º 5. Se se optasse por uma interpretação literal da norma — a qual já se rejeitou —, seria aqui expressamente descartado o princípio do melhoramento da contrapartida relativamente à oferta *antecedente* a favor da literalidade da norma que define a bitola quantitativa por referência à oferta inicial. Ao presumir que o legislador se expressou adequadamente, teríamos como resultado a tutela excessiva do oferente inicial — justificável apenas enquanto mecanismo de incentivo ao lançamento de ofertas iniciais —, contudo, em prejuízo do incentivo ao alargamento do objeto da oferta por um oferente concorrente. Esta situação não só iria prejudicar a tomada de decisão dos destinatários da oferta (pois as ofertas teriam objetos diferentes), como também acarretaria perdas de valor, caso o estímulo ao lançamento de ofertas iniciais implicasse uma redução da maximização do rendimento na alienação do controlo da sociedade visada.

Também neste sentido se pronunciou MANUEL REQUICHA FERREIRA, com o qual concordamos, sob pena de nos encontrarmos perante uma tutela, porventura excessiva, da posição do oferente inicial<sup>70</sup> em detrimento dos oferentes concorrentes que lhe seguirão (tendo o oferente inicial a garantia de que não lhe seguiria uma OPA concorrente incidindo sobre um objeto menos abrangente que aquele da sua oferta, ao passo que os oferentes

---

<sup>68</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas...cit.*, p. 95.

<sup>69</sup> MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...”, cit., p. 226.

<sup>70</sup> Tutela esta que é justificada, no entendimento de MIGUEL STOKES, pela proteção de que o oferente inicial merece por ter incorrido em custos com a descoberta da oportunidade e com a auditoria realizada previamente ao lançamento da oferta. MIGUEL STOKES, “Ensaio...”, cit., p. 26.

concorrentes não beneficiarão de semelhante proteção). De facto, na atual redação do artigo 185.º, n.º 4, a lei não parece atender ao objeto da oferta para determinar o seu carácter mais favorável, mas antes apenas às suas condições e contrapartida, redundando na primazia do progressivo melhoramento qualitativo da oferta sobre o sucessivo alargamento quantitativo do objeto das ofertas, ficando desta forma vedado ao oferente concorrente a possibilidade de lançar a oferta por uma quantidade inferior de valores mobiliários, mesmo que esta seja, na globalidade, melhorada face à oferta inicial<sup>71</sup>.

Em suma, temos por acertadas as contradições no regime apontadas por HUGO MOREDO SANTOS, que se tornam ainda mais evidentes quando se toma em conta que a referência expressa à oferta inicial em detrimento de uma referência à última oferta não traz qualquer vantagem para os interesses dos oferentes concorrentes. Não parecendo que o legislador terá tido o especial cuidado de proteger a posição do oferente inicial (desta forma potenciando o lançamento de OPAs para estímulo do funcionamento do mercado de controlo societário), pela determinação de uma identidade quantitativa mínima entre as ofertas inicial e concorrentes, entendemos que a norma em apreço *deverá ser alvo de uma alteração legislativa*, com vista a harmonizar o disposto no n.º 4 do artigo 185.º com o n.º 5 do mesmo artigo, no sentido de substituir a referência à *oferta inicial* por uma à *oferta antecedente*.

### **2.3. Condições da Oferta**

#### **2.3.1. Proibição de inclusão de condições que tornem a oferta concorrente menos favorável**

Nos termos do artigo 185.º, n.º 5, *in fine*, do CVM, a OPA concorrente «não pode conter condições que a tornem menos favorável». O legislador opta por impor ao oferente concorrente que apenas iguale na sua oferta a bitola das condições estabelecidas pelo oferente inicial (ou por um oferente concorrente anterior). Terá, em qualquer caso, o oferente concorrente sempre que se cingir a sujeitar a sua oferta a condições que

---

<sup>71</sup> Cfr. MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...”, cit., p. 226.

correspondam a um interesse legítimo seu e que não afetem o normal funcionamento do mercado, por força do artigo 124.º, n.º 3<sup>72</sup>. O legislador faz uso de um conceito indeterminado, nomeadamente o do carácter mais ou menos favorável das condições de uma oferta<sup>73</sup>, para impor a referida melhoria progressiva.

O preceito traduz o *princípio do melhoramento progressivo das ofertas concorrentes*, ao passo que não será obrigatório ao oferente concorrente, no que concerne às condições da oferta, superar (como o é obrigado a fazer relativamente à contrapartida, por força do artigo 185.º, n.º 5) as condições anteriormente determinadas nas ofertas que o antecederam (impondo assim ao oferente concorrente a mesma obrigação de melhoria progressiva imposta ao oferente inicial por força do artigo 184.º).

A *ratio* da norma em apreço reside no condicionamento das ofertas concorrentes ao conteúdo da oferta inicial, de forma a tutelar os interesses do oferente inicial, na medida em que, subscrevendo aqui as palavras de HUGO MOREDO SANTOS, «[a] acrescida dificuldade de cumprimento das condições daria conforto ao oferente concorrente para seduzir os destinatários com uma contrapartida mais generosa, pois mais remota seria a obrigação de a vir a pagar»<sup>74</sup>. Porém, a melhoria progressiva das ofertas despoletada pelo disposto no artigo 185.º, n.º 5 visará igualmente a tutela dos interesses do mercado em geral e dos destinatários da oferta<sup>75</sup>, que, podendo contar com a melhoria face à oferta anterior de qualquer oferta concorrente, as ofertas serão mais facilmente confrontadas.

---

<sup>72</sup> HUGO MOREDO SANTOS dá como exemplos de condições admissíveis ao abrigo dos parâmetros do artigo 124.º, n.º 3 «a aprovação de uma determinada alteração estatutária ou a obtenção prévia de uma declaração de não oposição à oferta pública de aquisição por parte da Autoridade da Concorrência». HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas...cit.*, p. 104.

<sup>73</sup> Pronunciando-se relativamente ao artigo 562.º do Cód.MVM, JOSÉ MIGUEL JÚDICE *et. al.* fazem notar que «o conceito de «condições mais favoráveis» apresenta uma especial dificuldade de interpretação, fundamentalmente por via da sua especial ligação aos condicionalismos do caso concreto. Serão mesmo conceptualizáveis situações em que determinada alteração em condições da oferta, sendo mais favoráveis para alguns destinatários da oferta, acaba sendo, simetricamente, menos favorável para outros». JOSÉ MIGUEL JÚDICE, MARIA LUÍSA ANTAS, ANTÓNIO ARTUR FERREIRA e JORGE BRITO PEREIRA, *OPA – Ofertas Públicas de Aquisição Legislação Comentada*, Proinfec, Lisboa, 1992, p. 174.

<sup>74</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas...cit.*, p. 103.

<sup>75</sup> MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...” *cit.*, P. 254.

2.3.2. *A proibição de fazer depender OPA concorrente de condições de eficácia menos favoráveis que a oferta inicial para os destinatários da oferta*

Dispõe o artigo 185.º, n.º 6 do CVM 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». O preceito refere-se explicitamente às condições de eficácia da oferta, na forma de *condições de aquisição*<sup>76</sup>, comumente designadas de *cláusulas de sucesso* da oferta. Uma oferta — quer inicial, quer concorrente — poderá estar sujeita, ao abrigo do disposto no artigo 124.º, n.º 3, à aceitação de um determinado número de destinatários da oferta, facto cuja verificação se apura não até ao momento do registo (como é o caso de condições que fazem depender o lançamento da oferta de autorizações administrativas), mas antes até à sessão de bolsa na qual a aquisição terá lugar, ou na pendência desta<sup>77</sup>. Através de tais cláusulas de sucesso o oferente salvaguarda a aquisição do controlo da sociedade visada, prevenindo assim que após o enorme esforço financeiro da oferta não veja frustrada a finalidade do lançamento de OPA.

O legislador ao proibir a sujeição de uma OPA concorrente a *cláusulas de sucesso* com menor probabilidade de serem atingidas opera uma tutela dos interesses dos destinatários da oferta, que temos por acertada. Tendo subjacente a salvaguarda do *princípio da verdade do mercado*, o legislador consegue deste modo evitar que os destinatários da oferta sejam colocados perante o cenário confuso de escolher entre a oferta inicial ou antecedente e uma oferta concorrente que, embora com condições mais favoráveis, apresente menor probabilidade de sucesso.

---

<sup>76</sup> Cfr. MIGUEL STOKES, *Ensaio...* cit., p. 33.

<sup>77</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...* cit., p. 609.

### 2.3.3. *Possível restrição à liberdade de mercado e à concorrência*

O legislador português, através do artigo 185.º, n.º 6 do CVM, inclui na regulação da OPA concorrente uma norma singular entre os principais ordenamentos jurídicos estrangeiros<sup>78</sup>. Dito isto, há desde logo que colocar a questão de saber se o legislador não terá excedido o *telos* da norma de tutelar a melhoria progressiva das ofertas na sucessão de ofertas concorrentes. Com efeito, a opção de impor ao oferente concorrente a observância mínima da cláusula de sucesso do oferente inicial ou de oferente concorrente anterior pode vir a restringir a liberdade de mercado, de iniciativa económica e a concorrência no mercado de controlo societário. E tal acontece pela razão de que o preceito pode potencialmente gerar «situações materialmente injustas, porque não atende à participação que o oferente em questão possa já deter na sociedade visada e não tem em consideração que, na maioria dos casos, a fixação de cláusulas de sucesso pode estar relacionada com questões de natureza fiscal ou contabilística, que têm que ser obrigatoriamente asseguradas para que a oferta possa ser minimamente viável»<sup>79</sup>.

A isto acresce que a opção do legislador, ao passo que garante a melhoria progressiva das condições das ofertas, não toma em conta o facto de a entrada de um oferente concorrente implicar sempre o ganho potencial para os destinatários da oferta resultante da majoração da contrapartida em 2% imposta pelo artigo 185.º, n.º 5: um oferente concorrente sujeitar a sua oferta ao mínimo de aceitação superior àquele estabelecido pelo oferente anterior em nada afeta o resultado da oferta – primeiramente, os ganhos para os destinatários desta – desde que esse limiar mínimo seja atingido. O resultado económico da aplicação da regra em apreço não pode senão gerar perdas de valor para o mercado, na medida em que resulta no desincentivo de potenciais oferentes concorrentes lançarem uma oferta por a condição de sucesso determinada pelo oferente inicial ou anterior ser desadequada para os seus interesses<sup>80</sup>.

---

<sup>78</sup> MANUEL REQUICHA FERREIRA refere mesmo o caso do ordenamento espanhol em o que artigo 42.º, n.º 2 do RD 1066/2007 «permite, expressamente, que as ofertas concorrentes voluntárias condicionem a sua “efetividade à aceitação por uma percentagem de capital superior à de qualquer das ofertas precedentes». MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...” cit., p. 261.

<sup>79</sup> Também assim, MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...” cit., p. 261.

<sup>80</sup> Conforme será o caso do oferente inicial ou oferente concorrente anterior deter uma participação na sociedade visada superior à detida pelo oferente concorrente (podendo mesmo não deter qualquer

De facto, a rigidez do regime pode potencialmente vir a restringir a concorrência no mercado de controlo societário, tendo sido, no nosso entender, mais adequado à tutela desta concorrência que o CVM tivesse atribuído à CMVM poderes para avaliar qualitativamente uma oferta concorrente que faz sujeitar a sua eficácia a uma percentagem de aceitação superior àquela determinada pelo oferente que o antecedeu, dado o tratamento caso a caso que a singularidade de cada oferta carece<sup>81</sup>.

#### 2.4. *Contrapartida*

A obrigatoriedade de a contrapartida de qualquer oferta concorrente ser superior à oferta anterior em pelo menos 2%, imposta pelo artigo 185.º, n.º5 do CVM, consubstancia uma evidente manifestação do *princípio da melhoria progressiva das ofertas concorrentes*<sup>82</sup>: é na melhoria progressiva das ofertas subsequentes à oferta inicial que se revela a tutela dos interesses dos destinatários da oferta, ao proteger-se a maximização da rendibilidade na alienação das suas ações, a que se contrapõe o interesse dos oferentes em adquirir o objeto da ofertas despendendo para o efeito a mínima quantia possível<sup>83</sup>. Revestindo a natureza de requisito substantivo obrigatório, autónomo das condições da oferta inicial que o oferente concorrente terá de sempre de respeitar por força do disposto no artigo 185.º, n.º 6, a majoração da contrapartida não é, desta forma, um critério que permite aferir uma melhoria das condições da oferta<sup>84</sup>.

O fundamento subjacente à fixação da percentagem mínima de superioridade em 2% não é claro<sup>85</sup>, sendo de facto singular entre os principais ordenamentos jurídicos europeus a regra plasmada no artigo 185.º, n.º 5 do CVM. Entre nós, a doutrina tem vindo a pronunciar críticas à opção do legislador em fixar uma percentagem de majoração obrigatória da

---

participação), determinando assim uma condição de sucesso inferior àquela que o oferente concorrente necessitaria para obter o controlo da sociedade visada.

<sup>81</sup> Neste sentido, MIGUEL STOKES, *Ensaio...*, cit., p. 31.

<sup>82</sup> Cfr. MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...”, cit., p. 238.

<sup>83</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas...*, cit., p. 108.

<sup>84</sup> Neste sentido, MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...”, cit., p. 247.

<sup>85</sup> Acusando, de resto, uma certa arbitrariedade económica, na medida em que anteriormente à entrada em vigor do DL n.º 219/2006, o Cód.MVM estabelecia a melhoria mínima da contrapartida na OPA concorrente em 5%.

contrapartida em oferta concorrente<sup>86</sup>, sendo notado que a regra resulta numa tutela do oferente inicial e, também, pelos interesses patrimoniais dos acionistas da sociedade não se esgotarem com uma simples majoração da contrapartida. Contudo, esta tutela da posição do oferente inicial poderá não se mostrar incompatível com o incentivo ao lançamento de OPA.

#### 2.4.1. *A majoração da contrapartida oferecida pelos oferentes concorrentes enquanto mecanismo de compensação ao investimento do oferente inicial*

Relevam para a presente análise as observações de MIGUEL STOKES, com as quais concordamos, sobre a teleologia subjacente ao artigo 185.º, n.º 5: o autor sugere que o legislador terá partido do pressuposto de que 2% é o limite mínimo abaixo do qual os ganhos para os acionistas da sociedade visada não compensariam o prejuízo causado à própria sociedade pelo aumento do prazo das ofertas, por força do disposto no artigo 185.º-A<sup>87</sup>.

Por outro lado, a majoração obrigatória da contrapartida pode também corresponder a uma proteção conferida ao investimento do oferente inicial por ter tido o esforço financeiro de lançamento da oferta inicial<sup>88</sup>, correspondendo 2% do valor da oferta a uma estimativa desses custos, que deverão igualmente ser suportados pelos oferentes concorrentes sob a forma da majoração obrigatória<sup>89</sup>.

Contudo, este fundamento dificilmente poderá ter justificado a fixação em 2% da majoração obrigatória da contrapartida pelo oferente concorrente, dada a incerteza e extrema dificuldade em estimar os custos de transação envolvidos numa OPA para o

---

<sup>86</sup> Contra a fixação da percentagem fixa da majoração da contrapartida MANUEL REQUICHA FERREIRA, *OPA...cit.*, p. 247 e também HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas...cit.*, p. 110 e seguintes; por oposição, e no sentido da anterior fixação no Cód.MVM da contrapartida mínima em 5% enquanto um “mínimo idóneo” aos custos do lançamento de uma oferta concorrente, JOSÉ MIGUEL JÚDICE *et. al.*, *OPA...*, cit., p. 174.

<sup>87</sup> cfr. MIGUEL STOKES, *Ensaio...cit.*, p. 36. Este entendimento sobre a finalidade da norma encontra fundamento no texto da Diretiva 2004/25/CE, que dispõe na alínea f) do n.º 1 do seu artigo 3.º que «[a] sociedade visada não deve, em virtude de uma oferta concorrente respeitante aos seus valores mobiliários, ser perturbada no exercício da sua atividade para além de um período razoável».

<sup>88</sup> Sobre os custos de transação de OPA, cfr. ROBERT SMILEY, “Tender Offers, Transaction Costs and the Theory of the Firm”, *RES*, Vol. 58, n.º 1, 1976, pp. 12-32.

<sup>89</sup> Cfr. MIGUEL STOKES, *Ensaio...cit.*, p. 36.

oferente inicial, bem como a ausência de dados empíricos que confirmem que tais custos se situarão próximos dos 2% definidos pelo legislador<sup>90</sup>. A ter existido esta preocupação com os custos irrecuperáveis incorridos pelo oferente inicial, certamente a opção de fixar a majoração obrigatória em 2% ficaria aquém do montante adequado a ser suportado pelos oferentes concorrentes, face à dimensão potencialmente substancial destes custos<sup>91</sup>. Pelo mesmo motivo, também não parece que em ordenamentos jurídicos onde a liberdade de fixação da contrapartida de uma OPA concorrente, como é o caso do Espanhol<sup>92</sup>, tenham simplesmente falhado na tutela dos interesses dos destinatários da oferta ou dos oferentes iniciais ao não impor uma majoração mínima fixa. A isto acresce que, conforme visto *supra*, o oferente inicial detém uma posição privilegiada *a priori* sobre os oferentes concorrentes que lhe seguirão, na medida em que fixa por sua exclusiva determinação o objeto, condições e valor de contrapartida da oferta que serão condições mínimas a serem obrigatoriamente atendidas pelos oferentes concorrentes que lhe seguem.

Releva ainda apontar que, conforme observado por MANUEL REQUICHA FERREIRA, «[é] redutor esgotar a melhoria da oferta na subida da contrapartida, limitando a possibilidade de melhoria de outros termos da oferta»<sup>93</sup>. De facto, a imposição ao oferente concorrente de um aumento da contrapartida num montante legalmente estatuído leva a uma alocação dos seus recursos para o pagamento desse montante, recursos esses que poderiam ser utilizados para uma melhoria das condições da oferta, indo potencialmente ao encontro do interesse dos acionistas da sociedade visada. O autor propõe, ainda, que tal majoração obrigatória da contrapartida se revela desnecessária à luz da grande facilidade nos acionistas da sociedade visada (em especial os não qualificados) acederem a informação acerca das condições das ofertas. Uma oferta concorrente qualitativamente

---

<sup>90</sup> Até mesmo porque os custos afundados com a pesquisa de mercado e auditoria pelo oferente inicial poderão, em teoria, ser mitigados por aquisições de ações por este previamente ao lançamento da oferta, conforme denotado por LUCIAN A. BEBUCK, “The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension”, *SLR* n.º 23, 1982, p. 31. Poderá ainda ser a recuperação de custos afundados acautelada pela subordinação da oferta inicial a uma condição de eficácia da oferta, ao abrigo do n.º 3 do artigo 124.º do CVM, na forma de uma condição de aquisição correspondente ao à aceitação por um determinado número de destinatários da oferta ou à aquisição de uma determinada percentagem de direitos de voto da sociedade visada, que garanta ao oferente inicial uma compensação pelos custos afundados com a sua prospeção – cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...* cit. pp. 609 e 610.

<sup>91</sup> Cfr. FRANK H. EASTERBROOK e DANIEL R. FISCHER, “Auctions and Sunk Costs in Tender Offers”, 35 *SLR* 1, 1982, pp. 6 e 7.

<sup>92</sup> Confronte-se, a este propósito o artigo 42.º, n.º 1, alínea c) do Real Decreto 1066/2007, de 27 julho.

<sup>93</sup> Cfr. MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA”... cit., p. 248.

superior à oferta inicial poderá assim ser percebida pelo mercado – em particular pelos destinatários da oferta – sem que o mercado careça de uma alteração legislativa que assegure que uma oferta menos favorável à anterior será aceite, apenas por a contrapartida ser majorada em 2%.

Tomando em conta que uma oferta concorrente objetivamente menos favorável à oferta inicial ou à oferta concorrente anterior estaria em qualquer instância destinada ao fracasso, vem o legislador estatuir uma consequência que resultaria naturalmente do normal funcionamento do mercado de controlo societário – a melhoria da oferta concorrente face à oferta anterior<sup>94</sup>.

HUGO MOREDO SANTOS defende que a regra da majoração obrigatória em 2% da contrapartida origina um desigual tratamento entre oferente inicial e oferentes concorrentes, sem que qualquer interesse do oferente inicial digno de tutela justifique tal distinção: sendo o oferente concorrente voluntário e não estando por isto vinculado às regras impostas pelo regime da OPA obrigatória, não será coerente sujeitar ao oferente concorrente uma restrição à sua livre atuação no mercado de controlo societário, caso a contrapartida que entende ser adequada não seja superior à oferta anterior em mais de 2%, ao passo que o oferente inicial teve total liberdade em definir qual a contrapartida a oferecer<sup>95</sup>. Desta forma, a salvaguarda da integridade do mercado esgotar-se-ia no respeito pelo oferente concorrente pelas condições mínimas definidas pelo oferente inicial, sem que uma majoração quantitativa seja estritamente necessária para que os destinatários da oferta possam preferir a oferta concorrente à oferta inicial.

Conforme destacado por MANUEL REQUICHA FERREIRA, «a fixação de uma contrapartida mínima não afasta, *per si*, o insucesso das ofertas, até porque pode ser melhorada pela eliminação de condições a que está sujeita, assegurando o seu sucesso». Assim, no entendimento do autor, o insucesso das ofertas inicial e concorrentes não é um facto negativo, nem para a sociedade visada, nem para o mercado, uma vez que não carecerão de tutela os acionistas da sociedade visada que entraram nesta num momento posterior ao lançamento da oferta com a expectativa de realizar uma mais-valia resultante

---

<sup>94</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas...cit.*, p. 117.

<sup>95</sup> *Idem*, cit., p. 111.

do sucesso da oferta, na medida em que estes se deverão sujeitar aos riscos do seu investimento especulativo e que não será legítimo restringir a liberdade de mercado e evitar o insucesso de ofertas (que faz parte do normal funcionamento do mercado) para acautelar a posição patrimonial destes acionistas<sup>96</sup>.

Contudo, já nos casos em que o oferente inicial se viu obrigado ao lançamento de OPA por força do disposto no artigo 187.º do CVM, o sucesso de uma oferta concorrente poderá apenas depender da aceitação do oferente inicial, na medida em este detenha uma participação representativa de um terço ou de metade do capital social da sociedade visada, pressupondo que a obrigação de lançar OPA não se constituiu por uma maioria de votos imputados por força do artigo 20.º, n.º 1 do CVM, mas antes de titularidade direta. Aqui, a majoração da contrapartida *permitirá ao oferente inicial uma compensação do investimento despendido com o lançamento da OPA*.

## **2.5. Identidade do Oferente**

O artigo 185.º n.º 3 do CVM determina a limitação subjetiva ao lançamento de uma OPA concorrente, cujo alcance se delimita por remissão ao artigo 20.º n.º 1: «Não podem lançar uma oferta concorrente as pessoas que estejam 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».

Cumpramos brevemente notar que entre nós não é consensual a qualificação da limitação subjetiva operada pelo artigo 185.º, n.º 3 do CVM de requisito ou condição que a oferta deverá observar<sup>97</sup>. Sufragamos aqui a qualificação enquanto condição essencial formulada por Hugo Moredo Santos, na medida em que entendemos que esta se trata de uma referência a ser observada para que uma oferta qualificada como concorrente possa ser

---

<sup>96</sup> Cfr. MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA”...cit., p. 247.

<sup>97</sup> MIGUEL STOKES inclui a identidade do oferente concorrente no elenco de requisitos substantivos da OPA concorrente (cfr. MIGUEL STOKES, *Ensaio...*, cit., p. 9). No mesmo sentido, cfr. RAÚL VENTURA “Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários”, *Separata da Revista da Faculdade de Direito de Lisboa*, 1992, p. 153).

registada pela CMVM e posteriormente lançada, bem como pela limitação subjetiva em causa não operar no momento do anúncio preliminar da oferta, mas antes no momento da concessão do registo desta<sup>98</sup>. Tal resulta com clareza da inclusão no artigo 185.º, n.º 3 da previsão da autorização a conceder pela CMVM no caso de a relação prevista no artigo 20.º, n.º 1 entre oferente inicial e concorrente cessar previamente ao registo da oferta, excluindo-se assim a publicação de anúncio preliminar do âmbito da limitação subjetiva.

### 2.5.1. *O recurso à técnica de imputação de direitos de votos do artigo 20.º, n.º 1 do CVM*

A utilização da técnica de imputação de direitos de voto (através de remissão) para a limitação subjetiva ao lançamento de OPA concorrente tem suscitado problemas interpretativos, em termos semelhantes aos problemas suscitados pela remissão para o mesmo preceito em sede da verificação do dever de lançar OPA, constante do artigo 187.º, n.º 1. Importa brevemente referir que a previsão no artigo 20.º n.º 1 do CVM das situações que causam imputação de direitos de voto, reporta-se primeiramente à medição da influência acionista em sociedades abertas para o cômputo e divulgação de participações qualificadas. A lei opera para este efeito uma dissociação entre a influência sobre o exercício de direitos sociais e a titularidade desses mesmos direitos<sup>99</sup>, por recurso a um conjunto de ficções legais que atribuem os efeitos jurídicos da titularidade de direitos de voto a situações nas quais esta não se verifica<sup>100</sup>. Trata-se, assim, de um mecanismo primeiramente criado para fazer face à necessidade de atingir o controlo real e efetivo de uma sociedade aberta, sempre que este divirja do controlo formal<sup>101</sup>.

---

<sup>98</sup> Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas...cit.*, pp. 44 – 47.

<sup>99</sup> Nas palavras de CARLOS OSÓRIO DE CASTRO a propósito do artigo 20.º do CVM, «(...) o sentido e a finalidade deste concreto preceito são manifestamente o de imputar ao participante os direitos de voto cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou influenciável, já no uso de alguma faculdade jurídica, já num plano puramente fáctico.» Cfr. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), consultado em julho de 2016, p. 167.

<sup>100</sup> JORGE BRITO PEREIRA, *OPA Obrigatória*, Almedina, Coimbra, 1998, p. 233.

<sup>101</sup> Cfr. PAULA COSTA E SILVA, “A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VII, Coimbra Editora, 2007, p. 407.

Tem sido amplamente discutida entre nós a aplicação da sofisticada técnica de identificação e avaliação de influência sobre sociedades abertas do artigo 20.º, n.º 1 a outras finalidades que não a constituição de deveres de informação<sup>102</sup>, como é o caso da aferição do dever de lançar OPA, ao abrigo do artigo 187.º, n.º 1, bem como também a imposição do presente limite subjetivo ao lançamento de OPA concorrente. Vejamos primeiro como opera a delimitação desta condição essencial subjetiva ao lançamento da OPA concorrente, por recurso ao n.º 1 do artigo 20.º do CVM. O legislador optou por recorrer ao mecanismo de identificação de influência societária para elencar as situações em que o lançamento de OPA concorrente não é admitido. Tem sido entendido na doutrina que tal limitação subjetiva procurará (i) evitar a revisão encapotada da oferta<sup>103</sup> e (ii) garantir a transparência e funcionamento do processo de OPA, já que para os acionistas da sociedade visada, em especial os livres, seria «(...) confuso, pouco claro e destituído de sentido que a mesma pessoa, singular ou coletiva, estivesse, de forma direta e indireta, a avaliar a empresa por valores díspares»<sup>104</sup>.

Quanto ao primeiro objetivo da limitação subjetiva em causa, questiona-se a utilidade de prevenir que o oferente inicial procure subverter o regime da revisão da oferta previsto no artigo 184.º do CVM ao recorrer à OPA concorrente por intermédio de outra pessoa relativamente à qual lhe sejam imputados direitos de voto ao abrigo do artigo 20.º, n.º 1<sup>105</sup>. Tendo o lançamento de OPA concorrente que respeitar a majoração da contrapartida em pelo menos 2%, bem como a não inclusão de condições que a tornem menos favorável à oferta antecedente — por força do disposto no artigo 185.º, n.º 5, à semelhança do definido no artigo 184.º, n.º 2 para a revisão da oferta — parece-nos não existir qualquer vantagem

---

<sup>102</sup> Conforme observou JOÃO SOARES DA SILVA, «o “aproveitamento” de um corpo normativo, ainda que com alguma adaptação (que, no caso vertente, não é, aliás, óbvia) para finalidades diversas (e com maior gravidade de consequências) daquelas que o originaram, à míngua de uma efetiva identidade de razões que justifiquem a analogia, leva a que, por um lado, em certos aspetos, se possa pensar que se está a ir longe demais ao aplicar à determinação do dever de lançamento de oferta pública de aquisição normas que cobram pleno sentido apenas no quadro dos deveres de informação e, por outro lado, que se possa olhar para essas normas como insuficientes para uma correta disciplina do dever de lançamento de oferta pública, perante hipóteses que se entende que o reclamariam». JOÃO SOARES DA SILVA, “Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários”, *CdMVM*, n.º 7, abril de 2007, p. 53.

<sup>103</sup> Cfr., a propósito do artigo 561.º, n.º 3 do Código do Mercado de Valores Mobiliários, AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, “OPA. Da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico”, *BFD, Studia Iuridica*, 11, Coimbra Editora, 1995, p. 274.

<sup>104</sup> MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...”, cit., p. 231.

<sup>105</sup> Neste sentido, MIGUEL STOKES, “Ensaio...”, cit., p. 15.

em o oferente inicial recorrer abusivamente ao regime do artigo 185.º do CVM para rever a sua oferta.

Por isto entendemos que a norma em apreço visa unicamente salvaguardar a transparência e o bom funcionamento do processo de OPA, evitando a confusão entre oferentes e não servindo na prática qualquer propósito de prevenir uma revisão da oferta através do regime da OPA concorrente pelo oferente inicial.<sup>106</sup>

2.5.2. *A desproporcionalidade da limitação subjetiva ao lançamento de OPA concorrente por força da remissão para as técnicas de imputação de direitos de voto do artigo 20.º, n.º 1 do CVM*

A opção do legislador de recorrer ao mecanismo de imputação de direitos de voto do artigo 20.º, n.º 1 do CVM, pela remissão prevista no artigo 185.º, n.º 3, foi recebida pela nossa doutrina com merecida apreensão. Em primeira linha, é apontada uma manifesta desadequação da finalidade fundamental das regras de imputação de direitos de voto – o cômputo de participações qualificadas – à possível prevenção de uma *revisão encapotada* da oferta e à garantia de transparência no funcionamento do processo de OPA.

Com efeito, pelo recurso ao artigo 20.º, n.º 1 para a limitação subjetiva ao lançamento de OPA concorrente, através da remissão do artigo 185.º, n.º 3, o legislador faz uso da norma para restringir efeitos jurídicos subsequentes ao lançamento de OPA<sup>107</sup>. Contudo, este uso é fundamentalmente diverso daquele previsto do n.º 1 do artigo 187.º do CVM. Repare-se que em sede da constituição do dever de lançar OPA, a imputação de direitos de voto serve o propósito de aferir a *aquisição de uma posição de domínio*, sendo que, como foi já destacado por VÍTOR NEVES, «a lei parte do pressuposto de que, dada a tendencial

---

<sup>106</sup> Finalidade esta que, aliás, encontra paralelo com o disposto na alínea *d*) do n.º 1 do Artigo 3.º da Diretiva 2004/25/CE, pelo qual «[n]ão devem ser criados mercados artificiais para os valores mobiliários da sociedade visada, da sociedade oferente ou de qualquer outra sociedade interessada na oferta de que resulte uma subida ou descida artificial dos preços dos valores mobiliários e que falseiem o funcionamento normal dos mercados;», o que consubstancia o *princípio da verdade do mercado*. Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu das Sociedades*, Almedina, Coimbra 2005, p. 523.

<sup>107</sup> Utilizando a norma na sua *terceira funcionalidade* das regras de imputação de direitos de voto no CVM, cfr. JOÃO SOARES DA SILVA, *Algumas Observações...*cit., p. 55.

dispersão do capital e, conseqüentemente, dos direitos de voto numa sociedade aberta, associada aos tendenciais *inércia* ou *absentismo* de parte relevante dos pequenos acionistas, o *controlo atomizados* de um terço dos direitos de voto tenderá a ser suficiente para que o participante em causa *controle* a tomada de deliberações em reuniões da Assembleia Geral da sociedade concretamente considerada»<sup>108</sup>.

Embora a remissão operada no artigo 187.º do CVM para o elenco de situações do artigo 20.º, n.º 1 sirva o propósito de estabelecer critérios de mensuração (uma *qualificação quantitativa*) para um determinado efeito — o cômputo de uma determinada participação numa sociedade aberta em sede da constituição do dever de lançar OPA —, no n.º 3 do artigo 185.º o objetivo da remissão é *totalmente diverso*. Neste último caso, o legislador estabeleceu a remissão com o propósito fazer uma *qualificação qualitativa* para determinar quem se encontra impedido de lançar uma OPA concorrente. Tal leva a que, a interpretar literalmente o n.º 3 do artigo 185.º, a verificação de qualquer das situações previstas no artigo 20.º, n.º 1, por mais inexpressiva que seja do ponto de vista quantitativo, impeça o lançamento de OPA concorrente. E, note-se, tal acontece sem que o somatório dos direitos de voto efetivamente imputados ao oferente concorrente seja equivalente a uma parcela do capital ou dos direitos de voto do oferente inicial ou represente qualquer influência dominante. No limite, a imputação de um só voto por virtude de qualquer das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º irá impedir um potencial oferente concorrente de lançar oferta.

MIGUEL STOKES identificou o importante problema das conseqüências para os acionistas da sociedade visada e para o mercado em geral desta desproporcionalidade da restrição subjetiva ao lançamento de OPA concorrente. A extensão do alcance do artigo 20.º, n.º 1 terá como conseqüência acidental a restrição do universo de potenciais oferentes concorrentes, limitando, assim, em evidente prejuízo da maximização do rendimento dos

---

<sup>108</sup> VÍTOR NEVES, “Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e de exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição”, em *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Volume I, Almedina, Coimbra, 2011, p. 723; neste sentido também MANUEL SEQUEIRA, “OPA Obrigatória – Impacto das relações de domínio e de grupo”, *RDS, Ano VI*, 2014 – vol. I, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 97 e ss., em especial relativamente às relações de domínio e de grupo na constituição do dever de lançamento de OPA.

acionistas da sociedade visada, a possibilidade de lançamento de OPA concorrente<sup>109</sup>. O autor vem ainda a aduzir o argumento de que «os benefícios para os acionistas da sociedade, para a própria sociedade visada e para o mercado em geral do lançamento de OPAs concorrentes em muito ultrapassam os prejuízos resultantes da eventual manipulação de regime e da confusão criada nos destinatários da OPA concorrente relativamente à identidade dos oferentes»<sup>110</sup>.

Embora a razão subjacente a este argumento seja acertada, cremos que a mais gravosa consequência da desproporção da limitação subjetiva ao lançamento de OPA concorrente não reside na subtração de benefícios à sociedade visada, aos seus sócios ou ao mercado (mesmo porque estes são de difícil mensuração, como o é também os prejuízos resultantes da manipulação do regime da OPA concorrente, não havendo experiência na vigência do atual regime que indique dados para justificar a inferioridade destes prejuízos sobre aqueles benefícios) mas antes nas consequências resultantes do conseqüente favorecimento do oferente inicial.

Verificando-se a partir do momento da publicação do anúncio preliminar qualquer das situações previstas no artigo 20.º, n.º 1, a CMVM poderá vir a conceder autorização ao oferente subsequente para o lançamento de OPA concorrente apenas no caso da situação verificada cessar antes do momento no qual a OPA concorrente é registada. Esta regra representa um considerável constrangimento dos poderes da CMVM neste âmbito, face à anterior norma equivalente do Cód.MVM<sup>111</sup>, podendo, ao abrigo do artigo 561.º n.º 3 do anterior regime a CMVM aferir a existência de uma *atuação concertada* entre os oferentes inicial e concorrente<sup>112</sup>. Comprovando-se a inexistência de uma atuação concertada, a

---

<sup>109</sup> Nesta restrição ao universo de potenciais oferentes concorrentes encontramos um confronto entre os dois interesses a tutelar com a regulação da concorrência no mercado de controlo societário referida *supra* entre a maximização do retorno para os destinatários da oferta através do leilão pelo controlo societário da sociedade visada e o incentivo ao lançamento de OPA.

<sup>110</sup> MIGUEL STOKES, “Ensaio...”, cit., p. 14.

<sup>111</sup> Dispunha a referida norma que «[s]alvo autorização devidamente fundamentada da CMVM, que só a concederá em casos excecionais em que o considere justificado, não podem lançar uma oferta concorrente as pessoas que atuem em concertação com o oferente, ou como mandatários do oferente, da oferta inicial ou de uma oferta concorrente anterior».

<sup>112</sup> Pela sua abrangência, utilizamos aqui o conceito de *atuação concertada* na definição proposta por DANIELA FARTO BAPTISTA, segundo a qual «duas ou mais pessoas «atuam em concertação» quando formam um «grupo» de sujeitos ligados por um vínculo consensual ou societário que os obriga a coordenar os respetivos comportamentos, *maxime*, os seus direitos de voto, tendo em vista o exercício de uma influência

CMVM, por autorização devidamente justificada permitiria o lançamento da OPA concorrente, independentemente da verificação de situações em que direitos de voto seriam imputáveis.

### 2.5.3. *Conclusão — uma solução interpretativa para a restrição subjetiva ao lançamento de OPA concorrente*

O caminho para uma possível solução interpretativa do problema gerado pela desproporção no limite subjetivo ao lançamento de OPA concorrente operado pelo artigo 185.º, n.º 3 foi já entre nós avançado por JOÃO SOARES DA SILVA, ao propor uma fórmula genérica para todas as instâncias em que o CVM faz uso do elenco de situações previstas no seu n.º 1 do artigo 20.º no âmbito da *terceira funcionalidade* da técnica de imputação de direitos de voto.

O autor parte da verificação de que, por apenas certas situações previstas no artigo 20.º, n.º 1 se reportarem a relações predominantemente subjetivas, a remissão ao elenco de situações das quais resulta a imputação de direitos de voto deverá ser interpretada, em normas como o artigo 185.º, n.º 3, como respeitante apenas a estes casos, e já não àqueles em que a imputação verse sobre certos e específicos direitos de voto, sendo por isto predominantemente objetiva e com independência da identidade de quem os detenha<sup>113</sup>. Embora esta interpretação revele manifesta utilidade em sede da constituição do dever de lançar OPA, a restrição da interpretação do artigo 185.º, n.º 3 aos casos em que a imputação seja predominantemente subjetiva não resolve por completo o problema da desproporção entre os interesses a acautelar com a restrição subjetiva ao lançamento de OPA concorrente e os prejuízos desta para o mercado de controlo societário.

Porém, uma solução interpretativa para a referida desproporção exige superar a rigidez do elemento literal da norma em apreço. Sendo certo que, em linha com as

---

concertada sobre determinada sociedade aberta». DANIELA FARTO BAPTISTA, *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Universidade Católica Editora Porto, 2016, p. 597.

<sup>113</sup> JOÃO SOARES DA SILVA, *Algumas Observações...*cit., p. 58.

considerações de JOÃO SOARES DA SILVA, uma *formulação relacional* na letra do artigo 185.º, n.º 3<sup>114</sup> remete o intérprete para as situações previstas no artigo 20.º, n.º 1 nas quais a imputação de direitos de voto seja predominantemente subjetiva e evidencie uma relação da mesma natureza (potencialmente de concertação de atuação) entre oferente inicial ou oferente concorrente anterior e o potencial oferente concorrente sucedâneo, a verdade é que inclusão pelo legislador da inequívoca referência à generalidade das causas de imputação de direitos de voto – *alguma das situações previstas (...)* – enfraquece tal interpretação restritiva<sup>115</sup>.

Não nos parece restar outra conclusão senão a de que uma insuficiente técnica legislativa na remissão do artigo 185.º, n.º 3 do CVM para a totalidade das situações de imputação de direitos de voto previstas no artigo 20.º, n.º 1 conduz a resultados incompatíveis com a tutela dos destinatários da oferta, ao permitir que, por impedimento da concorrência de ofertas, se reúnam as condições para que não possa ser maximizada a rendibilidade decorrente da alienação das ações detidas pelos acionistas da sociedade visada<sup>116</sup>.

Por referência à remissão para o artigo 20.º, n.º 1 constante do artigo 187.º, n.º 1 do CVM, VÍTOR NEVES afirma que «só devem considerar-se como relevantes aqueles direitos de voto que, de entre os imputáveis nos termos do número 1 do artigo 20.º, sejam suscetíveis de contribuir para a efetiva constituição de uma situação de *influência dominante* do participante sobre a sociedade aberta em causa»<sup>117</sup>. Tendo presente que a norma do artigo 185.º, n.º 3 visa primeiramente salvaguardar a transparência no mercado, pelo que a restrição subjetiva operada ultrapassa largamente essa finalidade, na medida em que uma comunicação ao mercado da existência de uma situação de imputação de direitos de voto entre os oferentes inicial e concorrentes bastaria para que a confusão entre oferentes não afetasse o normal funcionamento do processo de OPA. Assim, cremos que fará sentido

---

<sup>114</sup> *Idem*, p. 58.

<sup>115</sup> Veja-se que o resultado teria sido diferente no caso de o legislador ter optado por expressamente exigir a verificação do exercício direto ou indireto de influência dominante, conforme os critérios estatuídos para este efeito no artigo 21.º do CVM: havendo duas entidades controladas pela mesma pessoa em concorrência de ofertas, o mercado assistiria a avaliações diferentes da sociedade visada, pela mesma pessoa.

<sup>116</sup> Cfr. MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...”, cit., p. 170.

<sup>117</sup> VÍTOR NEVES, “Delimitação...”, cit., p. 753.

aplicar-se um entendimento semelhante ao de VÍTOR NEVES na interpretação do n.º 3 do artigo 185.º, de forma a que, atendendo à *ratio* deste artigo, *apenas sejam considerados os direitos de voto cuja imputação indicie a possível existência de uma atuação concertada*<sup>118</sup> *entre os oferentes inicial e concorrentes passível de subverter o regime da OPA concorrente.*

Parece assim ser mais acertada a linha da interpretação mais restritiva proposta por MANUEL REQUICHA FERREIRA, com a qual concordamos, conducente a «excluir os casos de imputação de direitos de voto que não consubstanciem uma atuação concertada entre os oferentes», de forma a eliminar do âmbito de aplicação do artigo 185.º, n.º 3 os casos incompatíveis com a teleologia da proibição em causa<sup>119</sup>. Estamos também de acordo que o ónus de provar a inexistência de tal coordenação de atuação (procurando obter a autorização da CMVM para o lançamento da OPA concorrente) caberá, nesta instância, ao potencial oferente concorrente. Contudo, apesar de esta interpretação nos parecer a mais acertada, não é isenta de problemas.

Embora esta restrição proteja a posição do oferente inicial e sirva o propósito de incentivar ao lançamento de OPA (dinamizando o mercado de controlo societário), certo é que acaba por eliminar potenciais oferentes concorrentes por referência a um critério que temos por arbitrário. De facto, semelhante constrição ao universo de potenciais oferentes concorrentes dificilmente encontrará qualquer fundamento na salvaguarda dos investimentos do oferente inicial (ou sequer nos ganhos de valor para os destinatários da oferta ou para os acionistas em geral no mercado de capitais português)<sup>120</sup>. Na verdade, procurando assegurar a transparência no mercado, o legislador acaba por colocar o oferente inicial acima de qualquer concorrência no mercado de controlo societário relativamente aos seus potenciais concorrentes que estejam com ele nalguma das situações previstas no artigo 20.º, n.º 1 do CVM.

---

<sup>118</sup> Esclarece-se que, para este efeito, as relações de domínio e de grupo integram o conceito de atuação concertada utilizada.

<sup>119</sup> MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA...”, cit., p. 235.

<sup>120</sup> Conforme se viu *supra* em 2.4.1., estas proteções são obtidas de forma mais eficaz na regulamentação da contrapartida.

Em linha com soluções propostas pela doutrina relativamente às dificuldades suscitadas pela aplicação das causas de imputação de direitos de voto à obrigação de lançar OPA<sup>121</sup>, cremos que as consequências negativas para o mercado de controlo societário resultantes da restrição ao universo de potenciais OPAs concorrentes resultante da remissão para o artigo 20.º, n.º 1 apenas poderão ser definitivamente eliminadas do regime *através de alteração legislativa*. Embora uma delimitação legal das causas de imputação de direitos de voto que estabeleçam uma relação subjetiva entre oferentes inicial e concorrentes eliminasse causas de imputação contrárias impossíveis de serem reconduzidas a qualquer concertação de atuação entre estes oferentes, não resolveria o problema de não ser estabelecido qualquer critério quantitativo para a aferição de tal concerto de atuação.

Em conclusão, na ausência de uma alteração legislativa que corrija a referida desproporção, temos como a única interpretação do preceito em apreço que concilie a finalidade de salvaguarda da transparência no mercado com a da tutela da eficiência do mercado de controlo societário, aquela que apenas veda o lançamento de ofertas concorrentes às pessoas que com o oferente inicial possam desenvolver uma atuação concertada, verificada por referência à técnica de imputação de direitos de voto do artigo 20.º, n.º 1.

---

<sup>121</sup> Referimo-nos em especial à proposta de alteração legislativa defendida por Manuel Sequeira, nos termos da qual o legislador poderia «atuar diretamente no artigo 187.º, n.º 1 do CVM, constituindo uma nova forma – por exemplo, o recurso a um novo preceito, criado de novo pelo legislador para o efeito – para delimitar os direitos de voto que são imputados ao obrigado por forma a constituir na sua esfera jurídica uma obrigação de lançamento da OPA. Por outro lado, podia o legislador redefinir os critérios, para efeitos de lançamento de OPA obrigatória, no mesmo artigo 20.º, adicionando ao preceito um número onde fizesse uma restrição às alíneas do n.º 1 para aquele caso». MANUEL SEQUEIRA, “OPA Obrigatória...” cit., p. 127.

### 3. CONCLUSÕES

1. A concorrência no mercado de controlo societário tem inerentes a si ganhos de valor para o mercado de capitais, contribuindo para a redução dos *problemas de agência* e dos custos relacionados com estes e para a eficiência económica do mercado.
2. A maximização do potencial do mercado de controlo societário através da concorrência pelo controlo de sociedades abertas depende de um equilíbrio entre o incentivo ao lançamento de ofertas iniciais e o incentivo ao lançamento de ofertas concorrentes, que se opõem. Este equilíbrio dever-se-á encontrar devidamente refletido no regime das OPA concorrente no CVM.
3. O disposto no n.º 4 do artigo 185.º deverá ser harmonizado com o disposto no n.º 5 do mesmo artigo, de forma a assegurar o *princípio do melhoramento progressivo das ofertas*, através de alteração legislativa com vista a substituir a referência à *oferta inicial* por uma à *oferta antecedente*.
4. Pelo disposto no artigo 185.º, n.º 6 do CVM, o legislador evita a confusão no mercado de capitais que poderia ser gerada pelo surgimento de uma oferta concorrente que, embora com condições mais favoráveis, apresenta menor probabilidade de sucesso, tutelando assim os interesses dos destinatários da oferta.
5. A majoração obrigatória da contrapartida em pelo menos 2% no lançamento de OPA concorrente é um mecanismo idóneo para a tutela dos interesses do oferente inicial e, como tal, é uma solução legal adequada à proteção da concorrência no mercado de controlo societário. Na medida em que as OPA lançadas terão, por força da profunda concentração da propriedade societária no mercado português, tendencialmente a sua origem no dever de lançar OPA, o mecanismo da majoração obrigatória da contrapartida para os oferentes concorrentes permite ao oferente inicial obter uma compensação pelo esforço financeiro despendido com o lançamento de OPA a que foi obrigado.
6. Não havendo utilidade em recorrer ao regime da OPA concorrente para um oferente inicial operar uma *revisão encapotada da oferta*, a limitação subjetiva ao lançamento

de OPA concorrente prevista no n.º 3 do artigo 185.º do CVM visará apenas salvaguardar a transparência no mercado.

7. Tal limitação subjetiva ao lançamento de OPA concorrente restringe o universo de potenciais oferentes concorrentes de forma desproporcional à tutela que merecem os interesses do oferente inicial. Por consequência de uma técnica legislativa manifestamente insuficiente por recurso a uma remissão ao n.º 1 do artigo 20.º do CVM, o legislador vem a impedir um determinado grupo de potenciais oferentes de lançar OPA concorrente, que não se coaduna com a finalidade da norma em causa. Esta insuficiente técnica legislativa resulta num favorecimento do oferente inicial em detrimento da concorrência no mercado de controlo societário, e como tal, do seu normal funcionamento.
8. A manifesta desproporção resultante da limitação subjetiva ao lançamento de OPA concorrente prevista no n.º 3 do artigo 185.º do CVM deverá ser corrigida por uma alteração legislativa que crie novos parâmetros (definidos tendo em vista a salvaguarda da transparência no mercado) de delimitação dos sujeitos que se encontram impedidos de lançar OPA concorrente.

## BIBLIOGRAFIA

BEBUCK, Lucian A., “The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension”, *Stanford Law Review* n.º 23, 1982

BERLE, Adolf e MEANS, Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, Nova Iorque, 1932

BRITO PEREIRA, Jorge, *OPA Obrigatória*, Almedina, Coimbra, 1998

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2011

CANCELA DE ABREU, Miguel E., “Private Benefits of Control – Do aproveitamento pessoal do controlo societário”, *Direito das Sociedades em Revista*, março 2016, Ano 8, vol. 15, Almedina, Coimbra, 2016

CMVM — *Perguntas e respostas sobre a oferta pública dirigida à aquisição da totalidade do capital social da Espírito Santo Saúde - SGPS, SA*, 2014, (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt))

CMVM — *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal / 2014*, (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt))

CORDEIRO, António Menezes,

— “Da Tomada de Sociedades (takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa”, in *ROA* n.º 54, 1994, pp. 761-777, (disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt))

— *Direito Europeu das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2005

COSTA E SILVA, Paula, “A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição”, in AAVV. *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII, Coimbra Editora, 2007

CUNHA VAZ, João, *A Opa e O Controlo Societário. A Regra de Não Frustração*, Almedina, Coimbra, 2013

DAVIES, Paul e HOPT, Klaus, “Control Transactions”, in AAVV., *Anatomy of Corporate Law*, 2ª Edição, Oxford University Press, Oxford, 2009

EASTERBROOK, Frank H. e FISCHEL, Daniel R., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 Harvard Law Review n.º 1161, 1981

FARTO BAPTISTA, Daniela, *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Universidade Católica Editora Porto, 2016

FRANK H. EASTERBROOK / DANIEL R. FISCHEL, *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, Stanford Law Review n.º 35, 1982

GALVÃO TELES, Miguel, “Fungibilidade de Valores Mobiliários e Situações Jurídicas Meramente Categoriais”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Teles*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 2002

JENSEN, Michael C. e RUBAK, Richard S., “The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence”, *Journal of Financial Economics*, 11, Nova Iorque, 1983, (disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com))

JENSEN, MICHAEL C. e MECKLING, William H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 3, No. 4, 1976 (disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com))

JENSEN, Michael C., *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, in *Knights, Raiders & Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, Oxford University Press, 1988

JOSÉ MIGUEL JÚDICE, MARIA LUÍSA ANTAS, ANTÓNIO ARTUR FERREIRA e JORGE BRITO PEREIRA, *OPA – Ofertas Públicas de Aquisição Legislação Comentada*, Proinfec, 1992

MAHER, Maria e ANDERSSON, Thomas, “Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth”, OECD 1999, (disponível em [www.oecd.org](http://www.oecd.org))

MANNE, Henry G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, The Journal of Political Economy, Vol. 73, n.º 2. (1965)

MCCHESNEY, Fred S., *Manne, Mergers, and the Market for Corporate Control*, 50 Case Western Reserve Law Review, 245, 1999

MOURA E SILVA, Miguel, *Direito da Concorrência – Uma Introdução Jurisprudencial*, Almedina, 2008

OCDE — *Glossary of Industrial Organization Economics and Competition Law*, (disponível em [www.oecd.org](http://www.oecd.org))

OSÓRIO DE CASTRO, Carlos, *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*

PEREIRA, JORGE BRITO, *OPA Obrigatória*, Almedina (1998)

PERESTRELO DE OLIVEIRA, Ana, *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2015

RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER E ROBERT W. VISHNY, *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998, Vol. 106

REQUICHA FERREIRA, Manuel

— *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*, Almedina, 2015

— “OPA Concorrente”, in AAVV. *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume X, Coimbra Editora 2011

ROCK, Edward B., “Antitrust and the Market for Corporate Control”, *California Law Review* 1365 (1989)

ROMANO, Roberta, “A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 9, 1992

ROQUEIRO, Carlos L. Aparício, *Regulación de Las OPA: Teoría Económica, Regulación Europea y Ofertas Sobre Empresas Españolas*, CNVM, Madrid, 2007, (disponível em [www.cnvm.es](http://www.cnvm.es))

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan, *Ofertas Competidoras, Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) – Comentário sistemático del Real Decreto 1187/1991*, Vol. I, Centro de Documentación Bancária y Bursátil, Madrid, 1993

SEQUEIRA, Manuel, “OPA Obrigatória — Impacto das Relações de Domínio e de Grupo”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI, Almedina, Coimbra, 2014

SMILEY, Robert, “Tender Offers, Transaction Costs and the Theory of the Firm”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 58, n.º 1, MIT Press for the John F. Kennedy School of Government, 1976

SOARES DA SILVA, João, *Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, abril de 2007

TEIXEIRA GARCIA, Augusto, *OPA. Da oferta pública de aquisição e seu regime jurídico*, Boletim da Faculdade de Direito, *Studia Iuridica*, 11, Coimbra Editora, 1995

NEVES, Vítor, “Delimitação dos Votos Relevantes Para Efeitos de Constituição e de Exigibilidade do Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, em *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Volume I, Almedina 2011

EDUARDO CRESPO

Lisboa, 30 de agosto de 2016