



JORGE BRITO PEREIRA
Professor Convidado da UCP
Advogado e Sócio da J+Legal

A OPA Concorrente após a Revisão do Código dos Valores Mobiliários¹

Competing Takeovers in the Context of the Revised Portuguese Securities Code

RESUMO: O tema da OPA concorrente tem suscitado uma desproporcional atenção pela doutrina. Parte dessa atenção resulta, precisamente, de regras pouco claras que se mantêm em vigor entre nós há muitos anos. A recente revisão do Código dos Valores Mobiliários alterou várias dessas regras, procurando criar condições mais favoráveis para o surgimento de ofertas concorrentes. Este estudo faz um enquadramento abrangente do regime português sobre ofertas concorrentes, identificando também vários casos centrais que marcaram a sua aplicação nos últimos anos.

Palavras-chave: OPA, OPA concorrente, OPA hostil, *white knights*, *break-up fees*.

ABSTRACT: Competing takeover bids has been a popular subject among the academia, even though there were just a few cases of actual competing bids in

¹ A versão inicial deste texto foi preparada para apoio à intervenção na 4.^a Edição da Pós-Graduação em Direito dos Valores Mobiliários e Direito Bancário na Universidade Católica Portuguesa – Porto, e publicada na Revista de Direito das Sociedades, Ano XII, 2020, 9-44. Esta versão atualiza esse texto após as alterações introduzidas pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, que reviu profundamente o Código de Valores Mobiliários. Aproveitámos a oportunidade para rever várias outras passagens não impactadas pela alteração do Código, mas que, por uma ou outra razão, não nos pareciam claras.

Portugal. One of the reasons for such popularity is the fact that a substantial portion of the regulation lacks clarity. The recent revision of the Portuguese Securities Code handled most of the problems arising from previous rules, intending to create more favorable conditions for competing bids. This paper analyses the set of Portuguese rules about competing bids together with a thorough description of different controversial disputes.

Keywords: takeover, competing takeover, hostile takeover, white knights, break-up fees.

SUMÁRIO: 1. Introdução; 2. A concorrência de ofertas; 3. Termos e condições da oferta concorrente; 4. Prazo para lançamento de OPA concorrente; 5. A posição jurídica do oferente anterior; em particular sobre as revisões; 6. A posição jurídica da administração – white knights, break-up fees e outros.

1. Introdução

I. O interesse pelo regime da oferta pública de aquisição (OPA) concorrente revela, entre nós, uma relação de proporção inversa com a sua relevância prática.

Na verdade, o tema tem sido abordado com desenvolvimento em diversas monografias e artigos publicados nos últimos anos², tem sido objeto de várias teses de mestrado³ e, claro, merece destacado tratamento em obras de carácter geral sobre a dogmática dos valores

² Sem preocupações de exaustão, vd. Hugo Moredo Santos, *Ofertas Concorrentes* (Coimbra Editora, 2008); Manuel Requixa Ferreira, “A OPA Concorrente”, *Cadernos do MVM* 30 (2008); Miguel Stokes, “Ensaio sobre os Requisitos Substantivos da Oferta Concorrente”, *Cadernos do MVM* 48 (2014).

³ São muitas as teses de mestrado apresentadas entre nós e que tratam o tema das OPA concorrentes e, aliás, tivemos ocasião de, na Universidade Católica Portuguesa, orientar várias dessas dissertações. Permitimo-nos destacar, ainda sem preocupação de exaustão, Domingos Homem de Sousa Salgado, *Admissibilidade da Fusão como Alternativa à OPA em Curso* (Tese não publicada (UCP), 2016); Eduardo Alfaro Crespo, *A oferta pública de aquisição concorrente: regime substantivo e seus efeitos sobre o mercado de controlo societário* (Teses não publicada (UCP), 2018); Natalia Nauceac, *A Admissibilidade da Procura de uma OPA Corrente e os Interesses Conjugados* (Tese não publicada (UCP), 2018).

mobiliários e das ofertas públicas⁴. No entanto, e por extraordinário que pareça, nos últimos 30 anos apenas há registo de cinco ofertas concorrentes lançadas ou anunciadas em Portugal, várias de pouca ou nenhuma materialidade: em 1991, pouco depois da entrada em vigor do revogado Código do Mercado de Valores Mobiliários, a Finantia lançou uma OPA concorrente à do Banco Comercial de Macau sobre a Sofinloc; em 1999, a Lusomundo lançou uma oferta concorrente à da Cofina e do BPI sobre a Investec; em 2002, já com o Código vigente, a Triângulo-Mor lançou uma OPA concorrente à da SIN sobre a Orey Antunes; em 2014, a José de Mello Saúde lançou uma OPA concorrente à dos mexicanos da Ángeles sobre a Espírito Santo Saúde; em 2021, a Pluris foi obrigada a lançar uma oferta concorrente àquela lançada pela Cofina sobre a Media Capital. Este é o pobre registo das ofertas concorrentes lançadas ou anunciadas em Portugal nos últimos trinta anos.

Apesar da evidente limitada relevância prática, não custa entender o interesse que a matéria da OPA concorrente suscita. Primeiro, porque é, provavelmente (a par da chamada OPA hostil), a situação de aplicação do regime das ofertas de aquisição que mais atenção suscita na opinião pública. Segundo, porque o regime nacional tem suscitado um conjunto interessante de questões e dúvidas interpretativas, parcialmente abordadas na revisão de dezembro de 2021 do Cód.VM, que provocam a atenção dos técnicos⁵. Terceiro, porque o confronto suscitado pela concorrência de ofertas, e a normal fricção que daí emerge, proporciona um verdadeiro “teste de pressão” às regras legais, sujeitando-as a novos e interessantes problemas, alguns dos quais nem sequer foram antecipados pelo legislador.

⁴ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* (Almedina, 2018), 701-709; António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de direito dos valores mobiliários* (Almedina, 2018), 376-378.

⁵ Alguns destes problemas foram endereçados na revisão de dezembro 2021. A propósito desta, afirma a CMVM no seu Parecer à Proposta de Lei: “É disso exemplo a alteração ao regime das ofertas concorrentes, com o intuito de, em linha com outros ordenamentos jurídicos de referência, flexibilizar e promover o aparecimento de ofertas em concorrência, por essa via criando condições mais favoráveis de saída para os investidores”.

O mesmo se revela por vários processos, ocorridos fora de Portugal, de concorrência de ofertas, que ocuparam as páginas dos jornais económicos e da literatura especializada durante longos períodos, como é o exemplo, nos Países Baixos (2007), da disputa entre o Royal Bank of Scotland, o Santander e o Fortis, pelo controle do ABN AMRO Bank NV, na vizinha Espanha, das disputas pelo controlo da Abertis (2018) e, antes, da Endesa (2005-2007), ou, no Brasil, da disputa pelo controlo da Eletropaulo Metropolitana entre a Enel, Neoenergia e Energisa (2018)⁶.

II. A OPA concorrente é, antes de mais, uma OPA, o que significa que segue o regime previsto nos arts. 108.º e seguintes (ofertas públicas) e 173.º e seguintes (ofertas públicas de aquisição)⁷.

Da qualificação da oferta como concorrente decorre que a oferta siga essas regras com as especialidades que resultam dos arts. 185.º, 185-A e 185-B. Isso era, até à revisão do Cód.VM, expressamente afirmado pelo n.º 2 do art. 185.º, quando estatuiu que “as ofertas concorrentes estão sujeitas às regras gerais aplicáveis às ofertas públicas de aquisição, com as alterações constantes deste artigo e dos artigos 185-A e 185-B”⁸. A regra foi agora revogada em

⁶ Não deixa de ser interessante constatar que a pobreza do número de ofertas concorrentes não é exclusiva de Portugal. O caso brasileiro é, a este nível, paradigmático, já que a referida disputa pelo controlo da Eletropaulo revelou a primeira concorrência de ofertas de aquisição, naquele mercado, em 40 anos. O caso anterior remonta a 1978, quando a Companhia Força e Luz Cataguazes Leopoldina e a CEMIG formularam ofertas concorrentes sobre a Companhia Mineira de Eletricidade. Uma amostra de ofertas entre 2003 e 2010 revela que, no espaço europeu, cerca de 10% das ofertas provocaram uma oferta concorrente. Christophe Clerc, Fabrice Demarigny et al., “A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation”, (2012), 164-165. O mercado inglês é, na Europa, aquele que regista mais casos de OPA concorrente. Para ter uma ideia da escala, nesse mercado, apenas no ano de 2020 foram registadas sete ofertas concorrentes (num universo de 51 ofertas públicas de aquisição).

⁷ Todos os artigos citados sem menção de fonte pertencem ao Código dos Valores Mobiliários.

⁸ O recorte de um regime especial para as ofertas concorrentes e a determinação do ponto até ao qual esse regime deve incentivar, ou não, o lançamento de ofertas concorrentes é objeto de acesa discussão a vários níveis que, aliás, ainda hoje transparece em regras como a abertura para a “procura” de *white knights* que resultou da Diretiva das OPA e que está transposta na alínea c) do n.º 3 do art. 182.º. Vd. os estudos clássicos de Lucian A Beb-

dezembro de 2021, muito embora o seu sentido normativo tenha sido mantido inalterado⁹.

O que acaba de escrever, que parece uma banalidade, tem, relevantes implicações, de natureza bidirecional, na construção do sistema. Por um lado, porque apenas se justifica a derrogação do regime geral – do regime geral das ofertas públicas e, mais em particular, do regime das ofertas públicas de aquisição – naquilo que seja suscitado e induzido pelas especialidades introduzidas pela concorrência de ofertas¹⁰. Por outro lado, porque essas especialidades podem importar, também elas próprias, recortes face ao regime geral; é o que veremos ocorrer em alguns casos de concorrência de ofertas com ofertas obrigatórias.

III. A Diretiva das OPA nada regula sobre o tema da concorrência de ofertas, deixando espaço livre para cada um dos Estados-Membros tratar o tema da forma que entenda mais adequada, limitando-se, na alínea c) do seu art. 13.º, a dispor que “os Estados-Membros devem (igualmente) estabelecer regras relativas às ofer-

chuk, “The Case for Facilitating Competing Tender Offers”, *Harvard Law Review* (1982) e Frank H Easterbrook e Daniel R Fischel, “The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer”, *Harvard Law Review* (1981). Existe hoje vasta análise empírica que demonstra que a concorrência de ofertas faz o preço aumentar, assim beneficiando os acionistas (alienantes). Já os resultados sobre outros efeitos – nomeadamente para a oferente, para a visada ou no âmbito do chamado *pressure to tender* – são mais contraditórios. Vd. por todos, Federico M Mucciarelli, “White Knights and Black Knights-Does the Search for Competitive Bids always Benefit the Shareholders of Target Companies”, *ECFR* 3 (2006). Entre nós, sobre o tema, António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 376-377.

⁹ A revogação da regra resultará sobretudo da perceção da sua inutilidade, já que o n.º 1 do art. 185.º já qualifica a OPA concorrente como oferta pública e já dispõe que o seu regime segue as especialidades desse artigo. Claro que a técnica legislativa podia ser mais apurada, já que a oferta concorrente não segue apenas o disposto nesse artigo e, nesse sentido, melhor teria sido aproveitar a redação da regra revogada.

¹⁰ Daí que vários regimes limitem a regulamentação da oferta concorrente ao mínimo indispensável, como é o caso do regime alemão. O § 22 do WpÜG (*Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz*) contém apenas três regras sobre concorrência de ofertas – a primeira qualifica as ofertas concorrentes; a segunda regula os períodos de aceitação; a terceira permite a revogação das aceitações.

tas, pelo menos nos seguintes domínios: (...) ofertas concorrentes”. O vigésimo segundo Considerando da Diretiva, que também aborda o tema, adianta pouco mais – “os Estados-Membros devem estabelecer regras que cubram os casos em que a oferta caduque, definam as condições em que o oferente tem o direito de rever a sua oferta, prevejam a possibilidade de ofertas concorrentes para os valores mobiliários de uma sociedade, estabeleçam a forma de divulgação dos resultados da oferta e o carácter irrevogável da oferta, bem como as condições admissíveis”¹¹. Por diferentes palavras – a Diretiva apenas dispõe que os Estados-Membros devem regular a matéria das ofertas concorrentes, deixando claro que a sua especialidade merece uma regulamentação segregada; não dá, no entanto, qualquer pista sobre o que deve ser o conteúdo dessa regulação.

¹¹ A especialidade da Diretiva das OPA revela-se em várias perspetivas. Uma é, claro, o baixo nível de harmonização da Diretiva (para além do tema da introdução da regra de obrigatoriedade de lançamento de OPA). Outra passa pelo próprio processo de aprovação que é, de facto, único na história da construção europeia. Depois de mais de doze anos de negociações (há quem relate a pré-história da Diretiva indo até datas mais remotas e, em particular, recuando ao Pennington Report dos anos 70), e de três versões (1989, 1996 e 1997) que foram vencendo as resistências de países como a Alemanha, o Reino Unido e a Holanda, o texto chegou a votação no Parlamento Europeu depois de aprovado pela Conciliation Committee meeting. A proposta de Diretiva era parte do *Financial Services Action Plan* e havia sido considerado uma prioridade na reunião de março de 2000 do Conselho em Lisboa. Levada a votação no Parlamento Europeu, a proposta mereceu 273 votos a favor, 273 votos contra e 22 abstenções, não sendo, assim, aprovada. Isso obrigou o legislador europeu a reiniciar o processo que foi, de novo, longo e atribulado, e apenas chegou a bom termo em 2004. Para desenvolvimentos, vd. Jorge Brito Pereira, “An Ocean Apart: The Mandatory Takeover Rule in Brazil and in Europe”, *Emory Corporate Governance and Accountability Review* 10, no. 1 (2022), 71-80; Klaus J Hopt, “Die internationalen und europarechtlichen Rahmenbedingungen der Corporate Governance”, *Hommelhoff, Peter/Hopt, Klaus J./Werder, Axel von (Hg.): Handbuch Corporate Governance* 2 (2009), 57-58; Eddy Wymeersch e Securities Supervisors CESR, “The Takeover Bid Directive Light and Darkness”, *Proprietà e controllo dell’impresa. Il modello italiano, stabilità o contendibilità? Atti del Convegno di studi (Courmayeur, 5 ottobre 2007)* 22 (2008), 933 e ss.; Christophe Clerc, Fabrice Demarigny et al., “A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation”, 1-2; António Menezes Cordeiro, “OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização”, *Revista de Direito das sociedades* (2011), 933-938.

2. A concorrência de ofertas

I. OPA concorrente é a oferta que concorra com uma (ou com mais do que uma, caso em que todas as ofertas subsequentes serão qualificadas como concorrentes) oferta de aquisição já anunciada (oferta inicial). Concurso de ofertas pressupõe, então, que mais do que uma oferta de aquisição incida em simultâneo, total ou parcialmente, sobre os mesmos valores mobiliários, ou seja, considerando a fungibilidade do objeto da proposta, sobre valores mobiliários da mesma categoria¹².

Dispõe o n.º 1 do art. 185.º do Cód.VM que, a partir da publicação do anúncio preliminar de oferta pública de aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, qualquer outra oferta pública de aquisição de valores mobiliários da mesma categoria só pode ser realizada através de oferta concorrente que cumpra o disposto nesse artigo¹³.

Isto significa que não é possível anunciar uma OPA sobre os valores mobiliários que são objeto de uma oferta cujo anúncio preliminar foi já publicado senão através de uma OPA concorrente. O regime quer assegurar, por esta forma, a comparabilidade de ofertas, tratando de forma igualitária e equitativa os oferentes, enquanto se assegura que os destinatários da oferta não são prejudicados. O objetivo da lei parece claro – assegurar que as ofertas públicas de aquisição que concorram com a oferta inicial sigam o regime especial que assegura uma equilibrada concorrência, assim prevenindo que, num mesmo momento, convivam no sistema ofertas de aquisição que não assegurem um *level playing field* aos oferentes e requisitos de comparabilidade aos destinatários.

¹² Vd. Jorge Brito Pereira, *O Voto Plural na Sociedade Anónima* (Almedina, 2022), 451-452.

¹³ A versão anterior da regra dispunha que “a partir da publicação do anúncio preliminar de oferta pública de aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, qualquer outra oferta pública de aquisição de valores mobiliários da mesma categoria só pode ser realizada através de oferta concorrente lançada nos termos do presente artigo”. A diferença não parece ter real significado normativo, sendo antes um esclarecimento: a oferta tem não apenas de ser “lançada” nos termos do art. 185.º, mas tem, em todos os pontos do processo, de cumprir o disposto no art. 185.º

A lei não impõe, deve ser salientado, que sigam o regime das ofertas concorrentes todos os processos aquisitivos de ações de sociedade cujas ações sejam objeto de uma oferta anunciada ou lançada – nem o poderia em razoabilidade fazer, ou suspenderia todas as transações em mercado organizado até ao encerramento da oferta –, nem sequer que assim seja quando esses processos aquisitivos tenham materialidade ou sejam suscetíveis de fazer frustrar a oferta inicial. De igual modo, a lei não obriga a que sigam o regime da oferta concorrente outros processos de concentração não aquisitivos de ações da sociedade visada – é o caso das fusões, da cisão-fusão ou da aquisição de ativos à sociedade visada –, de novo, ainda que estes possam pôr em causa os objetivos ou o sucesso da oferta de aquisição inicial¹⁴.

O que acabamos de escrever – que parece claro face ao n.º 1 do art. 185.º – já foi objeto de acesa discussão entre nós e, objetivamente, tem por consequência colocar o oferente numa posição mais escrutinada e sindicada do que outros agentes, em particular partes que, não pretendendo lançar uma oferta concorrente, tenham o mero intuito de fazer a oferta aberta fracassar¹⁵. Merece por isso esclarecimentos adicionais.

¹⁴ No mesmo sentido, vd. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 703-704; Hugo Moredo Santos, *Ofertas Concorrentes*, 59-65. O problema tem raízes antigas no nosso sistema. Vd. em particular, a propósito da OPA sobre o Banco Português do Atlântico, João Calvão Silva, *Estudos de Direito Comercial: Pareceres* (Almedina, 1999), 243-246.

¹⁵ Basta pensar num exemplo simples. Nos termos do art. 180.º, o oferente não pode negociar fora de mercado regulamentado ações objeto da oferta (exceto se autorizado pela CMVM), deve informar diariamente a CMVM sobre as transações realizadas e, caso adquira ações a preço mais alto que a contrapartida oferecida, fica obrigado a elevar essa contrapartida. Face ao comportamento normal das ações após o anúncio de uma OPA, isto significa, na generalidade dos casos, a inviabilidade de realização de compras em mercado. Já um terceiro que queira comprar ações com o objetivo de fazer a oferta falhar (mas não o queira fazer através de oferta pública, ou não o tenha de fazer dessa forma) pode comprar ações em mercado e fora de mercado, não está sujeito a deveres especiais de informação e o preço de cada aquisição não releva para quaisquer outros efeitos. É interessante notar que foi uma estratégia deste tipo, envolvendo uma OPA sobre a sociedade Venesta International, ocorrida em 1972 na praça londrina, que historicamente está na origem da adoção pelo *Takeover Panel* da primeira regra de OPA obrigatória. Para uma descrição desse processo, vd. Jorge Brito Pereira, “An Ocean Apart: The Mandatory Takeover Rule in Brazil and in Europe”, 71-73.

II. Em dezembro de 2009, a brasileira Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) anunciou o lançamento de uma OPA sobre a Cimpor. A OPA foi recebida com forte oposição pela administração da sociedade visada, que a qualificou de “hostil porque oportunística, irrelevante e perturbadora da atividade da empresa”. Passado pouco tempo, em janeiro de 2010, a Cimpor divulgou ter recebido uma “proposta de fusão, preliminar e não vinculativa” da sociedade Camargo Corrêa, SA (CC). A CC publicou então um comunicado ao mercado dando conta dos termos principais dessa proposta, sendo que uma das condições a que a proposta estava sujeita era a aquisição pela CC de uma participação na Cimpor entre os 15% e os 25%.

Ainda durante o mês de janeiro, a CMVM informou o mercado ter “notificado a Camargo Corrêa, SA do início de procedimento administrativo com vista a que esta conforme a sua proposta de fusão com a Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, SA ao regime das ofertas concorrentes previsto no artigo 185.^a do Código dos Valores Mobiliários, ou a retire, e se abstenha de a publicitar ou divulgar e de praticar quaisquer atos com ela relacionados, para além da comunicação referente a essa retirada”¹⁶. Na sequência dessa notificação, a CC fez uma comunicação ao mercado com o seguinte teor – “A Camargo Corrêa entregou hoje à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) a resposta ao projecto de decisão relativo à proposta de fusão que apresentou à Cimpor. A Camargo Corrêa está segura da legalidade dessa proposta, que se encontrava em estudo há bastante tempo, bem como do valor que da fusão decorreria para ambas as empresas e respectivos accionistas. Porém, a circunstância de ter sido lançada uma OPA previamente à apresentação da proposta de fusão pela Camargo Corrêa veio criar uma situação inédita no mercado português, susceptível de gerar entendimentos incorrectos. Sem prejuízo da convicção que mantemos acerca da lisura, transparência e legalidade da actuação da Camargo Corrêa, e que reiterámos à CMVM na nossa resposta escrita, vimos informar que comunicámos hoje à administração da

¹⁶ <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20100116m.aspx>

Cimpor a retirada da nossa proposta de fusão, a qual fica sem quaisquer efeitos a partir da presente data”¹⁷.

A decisão da CMVM, e a resposta dada pela CC, fizeram com que, durante muito tempo, se tenha interiorizado entre nós que era entendimento do regulador que, após o anúncio de lançamento de uma OPA, qualquer outro negócio que almejasse a alteração do controlo da sociedade visada teria de seguir o regime da oferta concorrente, e que, por isso, em particular, não seria possível propor ou prosseguir processos de fusão durante a tramitação de uma OPA, não obstante as manifestas diferenças – a todos os níveis – entre os processos. Trata-se de entendimento com o qual, pelas razões já expostas, não poderíamos nunca concordar e que implica levar a regra do n.º 1 do art. 185.º a um limite de aplicação que está muito para além do seu escopo.

Não se nega, nem se quer desvalorizar, que aquilo que a CC pretendia levar a cabo não era apenas uma fusão. Ficou claro das respostas então dadas à CMVM que a CC pretendia adquirir ações da Cimpor e, após essa aquisição, implementar o processo de fusão, desse modo passando a controlar a sociedade sem o lançamento de uma OPA com recurso à derrogação prevista na alínea c) do n.º 1 do art. 189.º do Cód.VM. E, claro, pretendia-o sabendo que o sucesso desse projeto teria por necessária consequência o fracasso da OPA já anunciada pela CSN¹⁸. No entanto, e ainda assim, nada resulta do processo, pelo menos no que dele é público, que permita entender

¹⁷ Todos os documentos sobre esta OPA e sobre a proposta de fusão ainda estão disponíveis no site da CMVM.

¹⁸ As ricas particularidades do processo estão descritas em Domingos Homem de Sousa Salgado, *Admissibilidade da Fusão como Alternativa à OPA em Curso*, 51-54. O autor chega, no entanto, a uma conclusão que não partilhamos plenamente – que “o supervisor parece ter entendido que se tratava de uma utilização “abusiva” e formalmente artificial da operação de fusão, utilizada para atingir um fim, a aquisição de controlo, que naquele contexto concreto poderia (ou deveria) ser alcançado, em benefício dos acionistas, do mercado e da transparência, através do lançamento de OPA concorrente”. Não há qualquer dúvida que a proposta operação de fusão importava a alteração do controlo da Cimpor – sobretudo quando vemos a forma como a mesma foi construída e quando atentamos na aquisição de ações que era considerada “indissociável” à fusão – e não há qualquer dúvida que essa alteração de controlo, sendo bem-sucedida, teria como consequência inevitável a frustração da OPA já

que a CC estava abusivamente a utilizar o instituto da fusão; menos ainda parece aceitável concluir que uma estratégia que, em normais circunstâncias, podia ser implementada pela CC, estivesse inviabilizada por já estar anunciada a oferta da CSN.

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

Em 2015, após a publicação do anúncio preliminar da primeira OPA do CaixaBank sobre o BPI, um dos acionistas deste – a Santoro Finance – enviou uma comunicação ao CaixaBank, BPI e BCP, em que propunha a análise e ponderação de uma fusão entre o BCP e o BPI. Conhecido o teor da comunicação pela comunicação social, a CMVM instruiu os dois bancos para que revelassem o teor da carta, o que veio a ser feito pelo BPI. Apesar de o BCP ter comunicado que, “havendo interesse do Banco BPI, a Comissão Executiva do BCP manifesta a sua disponibilidade para analisar a referida operação, com respeito pelo circunstancialismo regulamentar aplicável”, a administração do BPI manifestou a sua indisponibilidade para analisar a proposta de fusão. O processo veio por isso a morrer por falta de acordo, sem que o regulador tenha alguma vez manifestado que não seria possível a fusão no curso da OPA anunciada pelo CaixaBank por violação das regras sobre ofertas concorrentes.

Cabe ainda fazer referência a um terceiro processo com relevância para o tema e que revela uma das mais animadas e interessantes disputas pelo controlo de uma sociedade cotada que ocorreu em Portugal.

Em agosto de 2014, o grupo mexicano Angeles anunciou o lançamento de uma OPA sobre a ES Saúde, oferecendo € 4,3 por cada ação da visada. Logo no mês seguinte, a Mello Saúde publicou o anúncio preliminar de uma oferta concorrente, oferecendo € 4,4 por cada ação. Oito dias depois, a Angeles procedeu à revisão das condições da oferta e subiu o preço para € 4,5 e passados poucos

anunciada. Mas daí não se pode retirar que o fim pretendido “deveria” ser alcançado através de uma OPA concorrente, ou seja, que daí decorre um abuso de direito.

dias a Tranquilidade, controlada pela chinesa Fosum, lançou uma segunda OPA concorrente oferecendo € 4,72 por cada ação (preço que foi ainda revisto duas vezes, acabando em € 5,01 por ação, valor a que a OPA teve finalmente sucesso), o que levou as outras duas ofertas a soçobramem.

No meio deste complexo processo, num momento em que oferta da Fidelidade ainda estava em € 4,72 por ação e já não era possível lançar uma OPA concorrente (por razões de calendário), surgiu o grupo norte-americano UnitedHealth, oferecendo à acionista controladora € 4,75 euros por ação, em troca de 51% da ES Saúde e dando conhecimento público da proposta. O objetivo da UnitedHealth parecia claro – não podendo anunciar uma OPA que não seguisse o regime da oferta concorrente, porque estavam já três ofertas anunciadas, e já não podendo anunciar uma oferta concorrente, porque o calendário não o permitia, a proposta era dirigida ao acionista maioritário e, se aceite, geraria a obrigação de lançamento de uma OPA sobre as ações remanescentes. A CMVM pronunciou-se sobre o tema e, no essencial, entendeu – (i) que tendo sido a proposta anunciada após o registo de OPA da Fidelidade; (ii) tendo sido anunciada num momento em que não podia ser formulada como oferta concorrente; (iii) tendo por objetivo a aquisição de participação de 51% do capital da visada e sabendo-se que o sucesso da proposta implica o lançamento de uma OPA obrigatória subsequente; (iv) tendo a proposta sido divulgada publicamente; entendia a que a UnitedHealth tinha passado a estar em situação de factual concorrência com a OPA da Fidelidade, sem que a sua conduta se conformasse com o regime das ofertas concorrentes. Por tudo isto, a CMVM ordenou a retirada da proposta¹⁹.

Este atribulado processo tem características marcadamente diferentes daquele que descrevemos a propósito da OPA da CSN sobre a Cimpor – porque se trata de uma proposta de compra de ações que tem por consequência necessária, sendo bem sucedida, a geração da

¹⁹ Os documentos referentes a este processo, que teve outros episódios importantes, estão disponíveis em https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/rec_oper/Operacoes/Pages/OPA_ESS.aspx.

obrigação de lançamento de OPA sobre a ES Saúde; porque é apresentada num momento em que a lei já não permite o lançamento de uma OPA concorrente; porque a compra de ações seguida de uma OPA sobre as ações remanescentes é equivalente a uma OPA sujeita à condição de aquisição de 51% das ações. Aliás, a decisão da CMVM é muito clara nesta afinidade estrutural – que não existe no caso da fusão, podendo isso ser retirado *a contrario* da justificação da decisão – quando escreve que se ordena a retirada da oferta “na medida em que representa a realização, em simultâneo com a oferta pública em curso, de uma operação que, reconduzindo-se formalmente a um tipo legal diverso da oferta pública, envolve, ainda assim, a divulgação pública de uma intenção de contratar o mesmo número de ações que são objeto daquela”.

III. Do que antecede, resulta então que a disposição do n.º 1 do art. 185.º do Cód.VM segundo a qual “a partir da publicação do anúncio preliminar de oferta pública de aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, qualquer outra oferta pública de aquisição de valores mobiliários da mesma categoria só pode ser realizada através de oferta que cumpra o disposto no presente artigo”, revela um ónus que obriga a qualificar como oferta concorrente outras ofertas lançadas sobre os mesmos valores mobiliários. Poderão ainda ser, para estes efeitos, equiparadas a ofertas de aquisição as aquisições de ações que tenham por consequência necessária o espoletar da obrigação de lançamento de uma OPA.

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

Não se nega, como referimos, que isto possa colocar o oferente numa posição de desvantagem relativa face a terceiros não oferentes, muito embora o regime tenha vindo a ser corrigido para, tanto quanto possível, atenuar esse efeito. Isto porque a publicação do anúncio preliminar da oferta gera um conjunto de obrigações para o oferente – pensamos em particular nas obrigações previstas pelo n.º 2 do art. 175.º, nas limitações à negociação de valores mobiliários da categoria dos que são objeto da oferta, ou dos que integram a contra-

partida, que resultam do n.º 1 do art. 180.º, da obrigação de revisão da contrapartida prevista no n.º 3 do mesmo artigo, ou das limitações à revisão da oferta após o registo – que o podem limitar fortemente. Isto quando outros agentes de mercado, porventura apenas interessados na frustração da oferta, têm um espaço de liberdade mais abrangente. Não excluimos mesmo que, quando a CMVM proferiu a decisão tomada a propósito da OPA da Cimpor, o tenha feito impressionada com essa disparidade de armas. Só que se foi assim fê-lo mal. É verdade que o oferente inicial está sujeito a regras que não são aplicáveis a entidades que não tenham tal qualidade. Mas isso faz parte da dinâmica normal de funcionamento do sistema.

IV. Como resulta do início do n.º 1 do art. 185.º, o momento relevante para a qualificação de uma OPA superveniente como concorrente é o da publicação do anúncio preliminar da oferta inicial. Daqui resultam duas decorrências.

Resulta, em primeiro lugar, que a oferta só é qualificada como concorrente se incidir sobre valores mobiliários que são objeto de uma oferta já anunciada nos termos do art. 175.º. Sabe-se que, nos termos dessa regra, o anúncio preliminar deve ser publicado pelo oferente “logo que tome a decisão de lançamento de oferta pública de aquisição”. Por isso, é apenas com esse anúncio que a oferta ganha dimensão jurídica, sendo, em particular, constituído o dever previsto na alínea a) do n.º 2 da mesma regra de “lançar a oferta em termos não menos favoráveis para os destinatários do que as constantes desse anúncio”. Ou seja – se o prospetivo oferente estiver a preparar o anúncio de uma OPA, não tendo ainda tomado a decisão definitiva de o fazer, ou se, tendo tomado essa decisão, não tiver ainda, como lhe impõe o n.º 1 do art. 175.º, publicado o anúncio preliminar, a OPA não existe enquanto tal no sistema jurídico, e uma oferta anunciada sobre os mesmos valores mobiliários não será qualificada de concorrente²⁰. Por outro lado, se uma oferta

²⁰ Tal como já defendemos a outro propósito (Jorge Brito Pereira, “A Limitação dos Poderes da Sociedade Visada durante o Processo da OPA”, *Direito dos Valores Mobiliários* 2 (2000), 182-184), não cremos que seja relevante no direito nacional o conhecimento que se possa ter

estiver anunciada, mas ainda não lançada – por exemplo, por não verificação de condições de que o lançamento dependa –, a oferta será sem qualquer dúvida relevante para efeitos de qualificação de outra oferta subsequente como concorrente. É assim, ainda que esta segunda oferta possa ser lançada antes (trata-se de hipótese de limitada viabilidade) por, por exemplo, não estar sujeita às mesmas condições regulatórias, ou até ainda que a primeira oferta, por qualquer razão, não seja lançada. Isso mesmo é confirmado pela redação (da revisão de dezembro de 2021) da parte final da alínea a) do n.º 3 do art. 185.º

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

Por fim, as condições do anúncio preliminar da oferta concorrente comparam com as condições da oferta inicial no estado em que esta esteja – comparam com o anúncio preliminar da oferta inicial, comparam com a oferta inicial registada, ou comparam com a oferta inicial revista, dependendo do caso.

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

sobre a iminência de uma oferta (mesmo quando se trata, como na regra 21.1 do Takeover Code, de *reason to believe that a bona fide offer might be imminent*).

Quando é feito o anúncio de uma OPA obrigatória e depois surge outra oferta de aquisição sobre os mesmos valores mobiliários, pergunta-se se a oferta obrigatória (inicial) pode ser retirada pelo facto de ter sido anunciada uma oferta concorrente.

Até à revisão do Cód.VM, a resposta era inquestionavelmente negativa, dispendo o n.º 4 do art. 185-B que o lançamento da oferta concorrente era fundamento de revogação de ofertas voluntárias anteriores – mas não de ofertas obrigatórias – nos termos do artigo 128.^o²¹. Com a revisão do Código, o n.º 4 do art. 185-B foi revogado, passando a alínea a) do n.º 1 do art. 185-B a dispor que, com o lançamento da oferta concorrente, “qualquer das demais ofertas anunciadas pode ser revogada, devendo a decisão ser publicada até ao final do quinto dia útil anterior ao termo do prazo da oferta anteriormente registada”. Ou seja, a revisão do Código dá-nos um fortíssimo argumento no sentido de a primeira oferta (obrigatória) poder ser retirada, já que não apenas deixa de limitar o direito de revogação às “ofertas voluntárias”, mas passa mesmo a dispor que o lançamento da oferta concorrente permite revogar “qualquer das demais ofertas anunciadas”, parecendo por isso incluir as ofertas voluntárias e as obrigatórias.

A solução agora adotada pela lei parece intuitiva, já que não parece que se justifique a manutenção da primeira oferta quando outra, com melhores condições, surgiu. É certo que poderia sempre ser afirmado que a natureza obrigatória da primeira oferta contraria formalmente a solução, já que o cumprimento da obrigação de lançamento de uma OPA não se esgota na publicação do anúncio preliminar, ou sequer no ato de lançamento (como o art. 187.^o poderia levar a crer), e estende-se por todo o processo até ao seu encerramento. Apesar disso, sabendo que a oferta concorrente terá, por natureza, condições semelhantes ou melhores, e oferece um preço superior em pelo menos 2%, parece que isso não justifica o peso, e os custos, que importa a manutenção da oferta aberta para o pri-

²¹ Sobre a interpretação da regra revogada, vd. Jorge Brito Pereira, “Ofertas Públicas de Aquisição concorrentes”, *Revista de Direito das Sociedades* (2021), 19-20.

meiro oferente. Esta será, cremos, a razão principal para a opção do legislador.

Não nos parece, no entanto, que esta seja uma boa opção ou, pelo menos, que seja uma boa opção em todos os casos, já que existem cenários em que a revogação da primeira oferta (obrigatória) pode importar um prejuízo para os interesses dos destinatários. Por exemplo, vicissitudes como, por exemplo, a alteração de circunstâncias, terão uma leitura em caso de ofertas voluntárias e outra em caso de ofertas obrigatórias, o que pode fazer com que, em concorrência, e perante uma alteração de circunstâncias, a CMVM pudesse aceitar a retirada (ou a modificação) da oferta concorrente, mas já não da oferta obrigatória (inicial). Ou seja: a retirada da oferta obrigatória pode, em certos casos, prejudicar os destinatários. Por isso, melhor teria estado o legislador se, pelo menos, desse à CMVM a possibilidade de sindicarem se a primeira oferta deve ou não ser mantida.

Já a cronologia contrária – anúncio de oferta voluntária, constituição da obrigação de lançamento de OPA por terceiro e publicação do respetivo anúncio preliminar – é bem mais complexa e problemática. Isto porque a oferta obrigatória tem uma economia de funcionamento que nada tem que ver com aquela da OPA concorrente – constituída a obrigação de lançamento de OPA nos termos do art. 187.º, o participante tem, como forma de, sobretudo, tratar igualmente os acionistas da sociedade visada, a obrigação de lançar uma oferta com contrapartida não inferior àquela que resulta da aplicação dos critérios do art. 188.º. Ora, se já existir uma oferta anunciada, e se qualificássemos a segunda OPA (obrigatória) como concorrente, como o n.º 1 do art. 185.º parece fazer (“qualquer outra oferta pública de aquisição de valores mobiliários da mesma categoria”), isto significaria que esta teria de ser lançada pela mais alta de duas contrapartidas – aquela que resulta da aplicação do art. 188.º (porque se trata de uma oferta obrigatória) ou, nos termos da alínea a) do n.º 3 do art. 185.º, 2% acima do preço da oferta anterior (porque se trata de uma oferta concorrente). Parece ser solução manifestamente iníqua quando o obrigado tem um dever para cumprir e não tem qualquer intenção de concorrer com a oferta que está no mercado.

Tendemos, por isso, a não qualificar esta segunda oferta, obrigatória, como concorrente, sujeitando-a apenas ao regime da OPA obrigatória²².

Não se pode deixar de registar que, recentemente, a CMVM tomou uma decisão que parece ir em sentido contrário àquele que defendemos.

Tentando descrever de forma sucinta um processo bastante complexo: em setembro de 2019 foi divulgado um anúncio preliminar de uma OPA lançada sobre a Cofina sobre o capital social da Media Capital; face à pandemia de Covid-19, a Cofina apresentou um pedido de revogação da oferta por alteração de circunstâncias, nos termos do art. 128.º do Cód.VM; o pedido de revogação foi indeferido pela CMVM, sendo convertido num pedido de modificação da oferta, que foi aceite, sendo, em particular, alterados o objeto, as

²² O problema ganha uma relevância prática manifesta quando verificamos que qualquer agente do mercado poderia aproveitar-se da qualificação da segunda oferta, obrigatória, como concorrente, com ganhos próprios e com forte perturbação do mercado. A lei não fixa – nem o poderia fazer – um prazo para o cumprimento do dever de lançamento de OPA, apenas dispoindo no n.º 1 do art. 191.º que a publicação do anúncio preliminar da oferta deve ocorrer “imediatamente” após a verificação do facto constitutivo do dever de lançamento. Esta expressão significa que o anúncio deve ser publicado tão prontamente quanto seja razoavelmente possível. Pode, no entanto, acontecer que exista um lapso de tempo – que tem sempre de ser curto – entre a constituição da obrigação e a publicação do anúncio, causado por razões admissíveis, como seja a criação de condições internas para a oferta (obtenção de deliberações necessárias, constituição de veículo para a oferta ou contratação de financiamentos), a discussão do anúncio preliminar com a CMVM ou o desenvolvimento de contactos para a substituição do obrigado nos termos do n.º 2 do art. 191.º. Este período poderia facilmente ser aproveitado por um qualquer acionista para anunciar uma OPA sobre as mesmas ações, o que se revelaria muito proveitoso se tiver a confiança que o obrigado tem de anunciar outra oferta e tem a obrigação de subir em 2% o preço anunciado. Vd. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 707-709. Com um entendimento diferente, Manuel Requiça Ferreira, “A OPA Concorrente”, 55-73 (sobretudo 60-73), que defende que “relativamente à contrapartida, ela terá que corresponder ao mais elevado dos montantes calculados nos termos do artigo 185.º, n.º 5 ou artigo 188.º, n.º 1. Ou seja, será necessário calcular, separadamente, o valor da contrapartida de acordo com a alínea a), do n.º 1, do artigo 188.º, com a alínea b) do mesmo preceito e de acordo com o artigo 185.º, n.º 5, para, em seguida, efetuar uma análise comparativa e fixar como contrapartida a que apresentar o valor mais elevado”. A decisão tomada pela CMVM no caso Media Capital, que descreveremos, parece adotar este entendimento.

condições e reduzindo a contrapartida para € 0,415 por ação, mas sujeitando a determinação final da contrapartida a avaliação a efetuar por auditor independente²³; entretanto, a CMVM considerou que a Pluris se tinha constituído no dever de lançamento de OPA nos termos do art. 187.º, mais considerando que a oferta, para além de obrigatória, devia ainda conformar-se com o regime das ofertas concorrentes, o que significava que a contrapartida devia ter cumulativamente em consideração os requisitos n.º 5 do art. 185.º, sendo superior em, pelo menos 2%, à contrapartida da oferta preliminarmente anunciada pela Cofina e aos requisitos do art. 188.º, sendo pelo menos igual ao maior preço pago, ou acordado pagar pela Pluris por ações da Media Capital.

Tendo o relatório do auditor independente entendido que a contrapartida a pagar no âmbito da oferta deveria ser não inferior a € 0,725 euros por ação, a CMVM entendeu que a contrapartida da OPA obrigatória deveria ser de € 0,7395 por ação, superior em 2% ao valor da contrapartida da OPA da Cofina²⁴.

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

VI. Uma última nota para referimos a posição do oferente que, nos termos do n.º 2 do art. 185.º, não poderá ser pessoa que esteja “com o oferente inicial ou com oferente concorrente anterior em

²³ Para desenvolvimentos, e em particular para o detalhe das alterações introduzidas, remetemos para https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Pages/faq_opa_modificada_media_capital.aspx.

²⁴ www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/rec_oper/Operacoes/opa_media_capital/Pages/opa_cofina_mediaCapital.aspx.

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”²⁵.

O sentido final da regra passa por evitar que o oferente inicial, através de uma pessoa próxima, use o regime da OPA concorrente para criar uma aparência de concorrência e, dessa forma, fosse habilitado a, por exemplo, rever as condições da oferta quando, segundo as regras gerais, essa revisão já não fosse possível²⁶. Sem prejuízo desse sentido, não se pode deixar de constatar que a lei vai longe de mais ao referir a regra ao n.º 1 do art. 20.º como critério de legitimidade e, mais ainda, ao parecer deixar claro que a CMVM apenas pode autorizar o lançamento de oferta concorrente por alguém abrangido pela regra de imputação “caso a situação que determina a imputação de direitos de voto cesse antes do registo da oferta”²⁷.

²⁵ A OPA sobre a Abertis, em Espanha, no ano de 2017, levantou problemas relevantes na interpretação da regra paralela (o art.41.2.a) do RD de OPA). Em maio de 2017, a sociedade italiana Atlantia anunciou uma OPA sobre a Abertis. Já depois do registo da oferta e durante o prazo de aceitação, a sociedade Hochstief, uma filial do grupo espanhol ACS, anunciou o lançamento de uma OPA concorrente. Depois do registo da OPA concorrente, mas ainda antes da abertura do prazo das duas ofertas, a Atlantia, a ACS e a Hochstief comunicaram ao mercado ter alcançado um acordo nos termos do qual a Atlantia desistia da sua oferta e Hochstief melhorava a sua oferta (com o compromisso de, em caso de sucesso da oferta, as partes dividirem os ativos adquiridos). O direito espanhol prevê expressamente a possibilidade de associação ou concertação com terceiro para melhorar a OPA (arts. 31.º e 41.º do Real Decreto sobre OPA). No entanto, suscitou-se a questão clara de saber se um oferente concorrente se podia concertar com outro oferente e introduzir alterações subjetivas, o que já tinha sido recusado pela CNMV, naquela que foi a mais disruptiva OPA ocorrida em Espanha – a concorrência entre a Gas Natural e a E-ON pelo controlo da Endesa – e que foi revista neste processo. Vd. sobre o tema Javier García de Enterría, “Algunas Cuestiones del Proceso de OPAs sobre Abertis: De Concierdos para la Modificación de la OPA y Mejoras de la Contraprestación en las OPAs de Canje”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores* (2019).

²⁶ No âmbito do revogado Código do Mercado de Valores Mobiliários e do seu n.º 3 do art. 561.º, que era uma regra que, com uma técnica muito diferente, continha disposição paralela, vd. o nosso José Miguel Júdece, Maria Luisa Antas et al., *Ofertas Públicas de Aquisição (legislação comentada)* (Económico, 1992), 172 e ss.

²⁷ Cremos que uma boa interpretação da regra será a de entender que a autorização da CMVM terá uma natureza vinculada caso a situação que determine a imputação cesse antes do registo da oferta, sem prejuízo de poder ser dada em outros casos se a CMVM entender

3. Termos e condições da oferta concorrente

I. O ordenamento em que assenta a concorrência entre ofertas tem três diretrizes que não são necessariamente compatíveis entre si – primeira, a oferta concorrente deve ser mais favorável do que a oferta inicial, ou não faria sentido que o sistema aceitasse a perturbação causada no processo²⁸; segunda, a oferta concorrente e a oferta inicial devem ser objetivamente comparáveis, criando um *level playing field* para os oferentes; terceira, não deve resultar da concorrência de ofertas uma posição para os destinatários que seja pior que aquela que eles tinham antes da OPA concorrente.

II. A maior favorabilidade da oferta concorrente resulta de várias regras. Primeiro, como resulta da alínea a) do n.º 3 do art.

que não se justifica a proibição. Custa aceitar que a CMVM esteja inabilitada a autorizar o lançamento de uma oferta concorrente, que se pode presumir ser mais favorável aos destinatários que a oferta inicial, ainda que entenda que, apesar de o putativo oferente estar abrangido, face ao oferente inicial, pela regra de imputação, nada justifica a proibição. Uma alternativa (defendida por Manuel Requixa Ferreira, “A OPA Concorrente”, 31-32) seria de interpretar restritivamente o n.º 3 do art. 185.º para excluir os casos de imputação de direitos de voto que não consubstanciem uma atuação concertada, muito embora nos pareça que dela emergem riscos relevantes. Isto, note-se, concordando que os casos de imputação que não consubstanciem uma atuação concertada devem ser objeto de permissão pela CMVM.

²⁸ Existem outras razões para que a oferta concorrente deva ser mais favorável do que a oferta inicial. O anúncio da primeira oferta tem, como regra, maiores custos económicos e de oportunidade que aqueles suscitados pela oferta concorrente. O oferente inicial é aquele que “descobre” a oportunidade, aquele que teve custos diretos de análise, avaliação e monitoração da visada e é, muitas vezes, aquele que chama a atenção do mercado para aquela sociedade, assim aumentando a liquidez e facilitando a atração de outros investidores e *stakeholders* (como é o caso dos financiadores). Entende-se, por isso, que não seria equitativo se o oferente concorrente pudesse concorrer com a oferta inicial nos mesmos termos e condições, deixando para os destinatários a escolha entre duas ofertas equivalentes. Duas notas adicionais. Primeira para marcar que este “favorecimento” do oferente inicial se reflete em outras passagens do regime, a que voltaremos, sendo discutido até onde deve ir e, em particular, se deve ir até ao ponto de deixar para o oferente inicial a última palavra sobre o preço (solução que não é adotada entre nós). Segunda nota para assinalar que a possibilidade de convivência de ofertas equivalentes causaria problemas de diferente natureza, podendo ser penalizadora para os destinatários (pense-se em duas ofertas equivalentes e com a mesma condição de sucesso, podendo uma fazer com que a outra fracasse, e vice-versa).

185.º, a contrapartida da oferta concorrente deve ser superior à da oferta inicial em, pelo menos, 2% do seu valor; segundo, como resulta da alínea b) do mesmo artigo, a oferta concorrente não poderá ter por objeto “quantidade de valores mobiliários inferior àquela que é objeto da oferta anteriormente anunciada”; terceiro, nos termos da alínea c), 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 anteriormente anunciada, 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”. Da versão revogada do Código constava ainda uma quarta dimensão, ao ser disposto que a oferta concorrente não podia ter condições que a tornassem menos favorável, o que obrigava a comparação a ser feita condição a condição²⁹.

III. A regra de aumento de preço da OPA concorrente é meridianamente clara – ao contrário do que acontece em outros ordenamentos, que deixam mais liberdade à posição do oferente concorrente, dispõe-se que a contrapartida da oferta concorrente deve ser superior à da oferta antecedente em, pelo menos, 2% do seu valor.

A regra do velho Código do Mercado de Valores Mobiliários, dando um exemplo, era muito diferente – dispunha o n.º 1 que a oferta concorrente devia “conter condições mais favoráveis para os seus destinatários do que as que, no momento do seu lançamento, resultem da oferta inicial e bem assim, se for o caso, da oferta ou ofertas concorrentes anteriores”, dispondo o n.º 2 que “se a concorrência entre a nova oferta e as anteriores respeitar apenas à contrapartida³⁰, o valor desta terá de ser superior em, pelo menos, 5%

²⁹ Jorge Brito Pereira, “Ofertas Públicas de Aquisição concorrentes”, 25-26.

³⁰ A interpretação da regra não era óbvia. Ao escrever “se a concorrência entre a nova oferta e as anteriores respeitar apenas à contrapartida”, a lei parecia estar a admitir duas hipóteses – a hipótese de a concorrência entre a nova oferta e as anteriores respeitar apenas à contrapartida, caso em que a oferta concorrente devia ter uma contrapartida pelo menos 5% superior; e o caso de a concorrência entre a nova oferta e as anteriores não respeitar

ao da contrapartida proposta em qualquer das ofertas precedentes que se encontrem em vigor”. Ou seja – parecia aceitar-se, ao contrário do que acontece no regime atual, que a oferta concorrente não implicasse uma subida de preço (desde que fosse globalmente mais favorável), o que não deixava de gerar dúvidas interpretativas ao nível da comparação entre ofertas. Essas dúvidas estão plenamente ultrapassadas com o Cód.VM – não pode haver oferta concorrente se o preço não for subido, pelo menos, 2% por referência ao preço oferecido na oferta anterior.

Apesar da clareza da regra, levantam-se dúvidas em certos termos de comparação, em particular quando as ofertas proponham contrapartidas de diferente natureza. Cumpre então analisar se a oferta concorrente pode oferecer uma contrapartida em valores mobiliários sem alternativa em dinheiro (com o inevitável aumento de 2% em relação à contrapartida da oferta inicial), quando a oferta inicial ofereça uma contrapartida em dinheiro; e ainda se a oferta concorrente pode oferecer uma contrapartida apenas em dinheiro (com o inevitável aumento de 2% em relação à contrapartida da oferta inicial), quando a oferta inicial ofereça uma contrapartida em valores mobiliários ou em valores mobiliários e dinheiro.

Sabe-se que, em sede geral, nos termos do art. 177.º a contrapartida da oferta pode consistir em dinheiro, em valores mobiliários, emitidos ou a emitir, ou ser mista, sendo que, nos termos n.º 3, caso a contrapartida consista em valores mobiliários, estes devem ter adequada liquidez e ser de fácil avaliação. Desta regra resulta então que a contrapartida em dinheiro é sempre aceitável e que a contrapartida em valores mobiliários é apenas aceitável se estes tiverem condições de liquidez e de avaliação que os tornem razoavelmente equivalentes ao dinheiro. Daqui retira-se, cremos, que caso a oferta inicial tenha uma contrapartida em valores mobiliários, a oferta concorrente pode ter uma contrapartida em valores mobiliários ou em dinheiro, já que a contrapartida em dinheiro deve ser conside-

apenas à contrapartida, sendo melhoradas outras condições, caso em que não tinha de cumprir a regra dos 5% mínimo (parecendo por isso que nesse caso a contrapartida podia ser mantida inalterada).

rada, se não melhor, pelo menos nunca pior do que a contrapartida em valores mobiliários. Igualmente, parece-nos claro que se a oferta inicial tiver uma contrapartida mista a oferta concorrente poderá ter, pelas mesmas razões, uma contrapartida mista ou apenas em dinheiro.

Já existem dois casos em que a comparação parece mais difícil.

O primeiro é o de a oferta inicial oferecer uma contrapartida alternativa em valores mobiliários ou dinheiro. Em rigor, para que a oferta concorrente tenha uma contrapartida necessariamente mais favorável para os destinatários (para que mantenham a liberdade de escolha), dir-se-ia que teria também de oferecer uma contrapartida alternativa, o que parece manifestamente violento e excessivo, devendo ser entendido que a contrapartida em dinheiro consome qualquer das demais opções.

Também por essa razão, não nos parece que quando o oferente inicial ofereça uma contrapartida em dinheiro, possa o concorrente oferecer uma contrapartida apenas em valores mobiliários (sem alternativa em dinheiro), já que isso revela uma alternativa pior para os destinatários – por fungíveis e líquidos que sejam os valores mobiliários, nunca poderão ser tão fungíveis e líquidos como dinheiro³¹.

³¹ Em sentido diferente, vd. Miguel Stokes, “Ensaio sobre os Requisitos Substantivos da Oferta Concorrente”, 31-32. O argumento não nos parece ser convincente, já que não é por o n.º 3 do art. 177.º aceitar que a contrapartida pode consistir em valores mobiliários, desde que estes tenham adequada liquidez e sejam de fácil avaliação, que se retira que a contrapartida em dinheiro não é mais favorável para os destinatários. Há, de facto, uma equiparação em sede geral entre ambas as contrapartidas; isto não significa que o dinheiro não seja por natureza mais líquido (e com menos custos de transação) do que valores mobiliários. Também em sentido diferente, vd. Manuel Requixa Ferreira, “A OPA Concorrente”, 37-38. Este autor aborda também o problema de aferir qual é o momento relevante para aferição da subida da contrapartida para cumprimento do n.º 3 do artigo 185.º, entendendo que é o do anúncio preliminar, já que solução diversa geraria uma enorme insegurança jurídica e instabilidade no mercado. Não temos dúvidas que, a ser aceite a contrapartida da oferta concorrente em valores mobiliários quando a oferta inicial oferecia contrapartida em dinheiro, o momento relevante para aferir a subida da contrapartida haveria de ser o do anúncio preliminar. Mas a própria existência desse problema revela a menor favorabilidade da contrapartida em valores mobiliários – como pode o sistema lidar com uma oferta concorrente que, no momento do lançamento, ao contrário do que acontecia no momento do

IV. Dispõe a alínea b) do n.º 3 do art. 185 que que as ofertas concorrentes não podem incidir sobre quantidade de valores mobiliários inferior àquela que é objeto da oferta inicial. Esta regra – que assegura uma equivalência mínima de comparabilidade entre as ofertas –, visa evitar que o oferente concorrente venha propor um preço por ação superior, em troca da redução do número de ações objeto da oferta, assim pondo em causa a posição dos destinatários da oferta que, podendo vender as suas ações por um preço superior, estariam agora sujeitos a um rateio.

V. Por fim, dispõe a alínea c) do n.º 1 do art. 185.º 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). De novo, a regra visa preservar a posição dos destinatários da oferta, para que estes não sejam postos perante a difícil

anúncio preliminar, esteja a oferecer contrapartida inferior àquela oferecida pelo oferente inicial? Como pode o oferente inicial decidir se revê ou não a sua contrapartida se, quando termina o prazo para essa revisão, ele ainda não sabe qual será o valor final da contrapartida do oferente concorrente, já que este variará até ao momento da aceitação? São questões que, em nosso entender, deixam patente a não aceitabilidade da solução. Claro que, a aceitar solução diferente da proposta, se vai suscitar o problema de saber quando se avalia a melhoria da contrapartida em ações – se no momento do anúncio preliminar; se no momento do anúncio preliminar e do lançamento da oferta. O problema foi expressamente tratado em Espanha a propósito da OPA sobre a Abertis e, a aceitar que a oferta concorrente possa ter uma contrapartida apenas em ações nestes casos, não vemos como pode ser defendido que a avaliação desses valores mobiliários e a comparação com a contrapartida do oferente inicial, tendo sido feitas no momento do anúncio preliminar, não sejam feitas, de novo, no momento do lançamento. Defender o contrário implica aceitar que a oferta concorrente seja registada com uma contrapartida inferior à da oferta inicial. Isto é, claro, um perigo para o oferente concorrente, que fica sujeito a movimentos de mercado (por vezes circunstanciais) e a uma avaliação futura (no momento do registo) que ele não pode controlar. Vd. Javier García de Enterría, “Algunas Cuestiones del Proceso de OPAs sobre Abertis: De Concierptos para la Modificación de la OPA y Mejoras de la Contraprestación en las OPAs de Canje”, 31-34.

opção de escolher entre uma oferta com uma condição de sucesso mais acessível, mas com pior contrapartida, e outra com condição de sucesso mais exigente, e com melhor preço (no limite podendo a opção custar o fracasso das duas ofertas), e assegurar a comparabilidade das propostas nos seus termos e condições essenciais.

VI. A segunda parte do agora revogado n.º 5 do art. 185.º dispunha ainda que a oferta concorrente não podia conter condições que a tornassem menos favorável, o que visava deixar claro que as condições – toda e cada uma das condições – da oferta inicial e da oferta concorrente eram comparadas, não sendo aceites condições na oferta concorrente que fossem individualmente menos favoráveis, ainda que, na economia do sistema de condições, apesar dessas condições, e após uma análise global das mesmas, a oferta concorrente pudesse ser entendida como globalmente mais favorável³².

Esta regra de comparabilidade era aplicável a todas às condições de lançamento e às condições da oferta³³. É certo que as condições de

³² Esta interpretação parecia ser clara e era geralmente aceite entre nós. Vd. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 105; Jorge Brito Pereira, “Ofertas Públicas de Aquisição concorrentes”, 25-26. O seu sentido final era o de assegurar transparência na comparação, não deixando à apreciação da CMVM uma comparação que podia suscitar dúvidas (desde logo porque a importância das condições não é igual para todos os acionistas da sociedade visada). A regra acabava por revelar um dos mais importantes pontos em que o sistema favorece o oferente inicial – era este que definia, no essencial, o quadro de condições a que a oferta ficava sujeita (que a partir daí só podem ser melhoradas). Apesar da revogação da regra, cabe notar que o sentido de favorecimento não foi eliminado, pois continua a ser o oferente inicial que estabelece os termos de comparação para a contrapartida, para o objeto da oferta e para a condição de sucesso (que a partir daí só podem ser melhorados).

³³ Não é, no entanto, aplicável às chamadas “pressuposições” ou *assumptions* do Oferente. Não é estranho que um anúncio preliminar de OPA elenque as condições a que o lançamento da OPA está sujeito (entre as quais estão por natureza a obtenção do registo prévio da junto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e a obtenção das autorizações ou não oposições regulatórias que são necessárias à aquisição), as condições a que a oferta fica subordinada, e que se devem verificar até ao seu termo (entre as quais está por natureza a chamada “condição de sucesso”, ou seja, a aquisição de um número de ações que, adicionadas às detidas pelo oferente e por entidades que se encontrem com o oferente em alguma das outras situações previstas no n.º 1 do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários, represente certa percentagem de capital) e as pressuposições em que o oferente fundou a sua decisão de lançar a OPA, sendo que algumas dessas pressuposições dizem respeito ao passado e são

lançamento, por se terem de verificar ou frustrar entre o momento da publicação do anúncio preliminar e o do lançamento, não eram, em rigor, condições de uma oferta concorrente, mas apenas de uma OPA anunciada³⁴.

Defendemos a interpretação restritiva da regra agora revogada, entendendo que a lei estava a tomar como referência apenas as condições voluntárias. Alargar a regra a condições legais – o que parecia caber na letra da lei – significaria, na prática, vedar o acesso de certos agentes à possibilidade de lançamento de uma OPA concorrente³⁵.

A revogação da regra deixa claro que o problema interpretativo desapareceu. Agora, dúvidas não se levantam que condições regulamentárias da oferta concorrente são aceitáveis (desde que permitam satisfazer as regras de calendário do art. 185-A). No entanto, resolvido um problema, cria-se outro. Não sendo feita a comparação condição a condição, resulta que podem ser aceites condições (desde que não as previstas pela alínea c) do n.º 1 do art. 185.º) piores, ou seja, mais exigentes, do que outras condições da oferta inicial, o que pode implicar dificuldades de comparabilidade – por exemplo, como

referidas à qualidade da informação publicada e outras dizem respeito ao futuro e à prática ou não prática de certos atos. Estas “pressuposições” são apenas relevantes, no sistema da OPA, para efeitos de aferição de erro sobre a base do negócio e/ou alteração de circunstâncias, em particular para efeitos do art. 128.º que, como se sabe, integra um regime que é sempre intermediado pela CMVM. Assim, estas “pressuposições” são meras declarações do oferente sobre os termos de formação da vontade negocial e, por natureza, são os que sejam e nunca poderiam ser submetidos a uma regra de melhoria.

³⁴ Em sentido contrário, vd. Miguel Stokes, “Ensaio sobre os Requisitos Substantivos da Oferta Concorrente”, 28-29, referindo – “caso as referidas condições sejam condições de lançamento, de cuja eficácia depende o registo e lançamento da OPA concorrente, e não a eficácia da própria OPA concorrente – que apenas se considera efetivamente lançada com a publicação do anúncio de lançamento, após o registo da oferta – não deverão ser sujeitas à restrição supra referida, por se situarem em momento cronológico que ainda não justifica a aplicação do meio de tutela previsto do artigo 185.º, n.º 5 do Código dos Valores Mobiliários, por não haver ainda concretamente uma OPA concorrente, mas somente uma promessa pública do seu lançamento”. O argumento parece-nos ser estritamente formal, como explicamos no texto.

³⁵ Para desenvolvimentos, vd. Jorge Brito Pereira, “Ofertas Públicas de Aquisição concorrentes”, 26-27.

comprar uma condição de eliminação de uma regra estatutária de *voting caps* com uma condição de não distribuição de dividendos? Claro que, no global, terão de implicar uma oferta mais favorável (apesar de a lei não o dizer agora, regulando apenas a obrigação de melhorar a contrapartida em pelo menos 2%, não ter objeto menor e condição de sucesso mais exigente), já que aceitar o contrário seria negar o sentido funcional da regulação da oferta concorrente, mas ainda assim ficam evidentes as dificuldades da solução.

VII. O sistema é ainda construído por forma a que, na medida do possível, não resulte da concorrência de ofertas uma posição para os destinatários que seja pior do que aquela que tinham antes da OPA concorrente. Cabe afirmar que esse fim não é plenamente alcançado, já que existem casos em que o lançamento da OPA concorrente pode deixar os destinatários da oferta numa situação pior. O caso mais óbvio em que isso pode acontecer é o de ser lançada uma oferta concorrente com uma semelhante condição de sucesso (já que esta condição não pode, como vimos, ser mais exigente) – por exemplo, aceitação por acionistas representando pelo menos 66,66% –, dividindo-se as aceitações entre a oferta inicial e a oferta concorrente. Para que se perceba melhor a hipótese levantada, é importante ter em atenção que o lançamento da oferta concorrente não implica necessariamente a revogação da oferta inicial e que podem existir razões que justifiquem que os acionistas prefiram vender à oferta inicial, com um preço mais baixo, do que à oferta subsequente, com um preço mais alto (pensamos em razões como a existência de compromissos, formais ou informais, que obriguem à venda ao primeiro oferente ou tão-somente razões de diferente natureza, como seja entenderem que o primeiro acionista assegurará um melhor destino à sociedade visada (de que os vendedores, claro, já não farão parte)³⁶. Outros casos em que isto pode acontecer são aqueles, que

³⁶ Para que não se pense que a hipótese levantada – de os acionistas preferirem vender à oferta inicial, mais barata, e não à oferta concorrente, mais cara – é de verificação impossível, diga-se que, na curta história das OPA concorrentes em Portugal, já ocorreu. Em agosto de 2002 foi lançada uma OPA pela SIN – Sociedade de Investimentos e Navegação SGPS, Lda sobre a Orey Antunes. A Triângulo-Mor lançou uma OPA concorrente e a SIN reviu a oferta inicial e subiu o preço (no caso, para € 9,05 por ação). Ainda assim, a oferta con-

referiremos mais tarde, de o oferente inicial rever a sua condição de sucesso e não a contrapartida, assim fazendo com que os destinatários tenham de escolher entre uma oferta com menor condição de sucesso e preço mais baixo (a oferta inicial) e outra com maior condição de sucesso e preço mais alto (a oferta concorrente), causando, no limite, o fracasso de ambas as ofertas.

4. Prazo para lançamento de OPA concorrente

I. Nos termos do n.º 1 do art. 185-A, uma vez concedido o registo a uma oferta pública de aquisição, a OPA concorrente deve ser registada “até ao final do 5.º dia anterior àquele em que termine o prazo da oferta inicial”³⁷. A não ser possível observar esse prazo para o registo da oferta concorrente, dispõe a alínea b) da mesma regra que o seu registo deve ser feito apenas depois do apuramento do resultado da oferta inicial.

Assim, lei não estipula um prazo claro para o momento limite de publicação do anúncio preliminar da oferta concorrente, fixando antes o prazo por referência a dois momentos – o termo do prazo da oferta inicial (na verdade, o 5.º dia anterior) e o momento do registo da oferta concorrente –, o que faz supor que o oferente concorrente terá, até esse momento, ultrapassado os passos que a lei põe no

corrente (no caso, com o preço mais baixo do que a oferta inicial com preço e objeto revisto) teve sucesso e a oferta inicial falhou. Já não é fácil recuperar os documentos dessa oferta, mas veja-se <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20020826.aspx>.

³⁷ O DL n.º 219/2006, de 2 de novembro, que transpôs para o nosso ordenamento a Diretiva das OPA, encurtou o prazo que antes vigorava, passando a dispor-se que “a oferta concorrente deve ser lançada até ao 5.º dia anterior àquele em que termine o prazo da oferta inicial”. Na versão inicial do Cód.VM, e na ausência de regra sobre o tema, era aplicado o n.º 1 do art. 45.º do Regulamento da CMVM n.º 10/2000 que dispunha dever a oferta concorrente ser lançada até ao dia anterior àquele em que terminasse o prazo da oferta inicial. O encurtamento do prazo não era resultado da transposição da Diretiva e não era explicado pelo DL n.º 219/2006. Sobre o tema, com referências até ao anterior Código do Mercado de Valores Mobiliários, vd. Manuel Requixa Ferreira, “A OPA Concorrente”, 19-20. A regra foi agora de novo alterada na revisão de dezembro de 2022, muito embora se trate de alteração pouco material, passando a referir-se ao momento do registo da oferta, e não ao seu lançamento.

seu caminho, em particular a publicação do anúncio preliminar, a entrega de pedido de registo, a verificação das condições de que dependa o lançamento da OPA e o registo da OPA concorrente.

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

Sucedem que o encadeamento temporal que descrevemos nunca, ou quase nunca, se concretiza, já que, estando o lançamento da OPA habitualmente dependente da prévia verificação de condições de lançamento, nomeadamente de condições regulatórias, o processo fica suspenso após o cumprimento do prazo de 20 dias do n.º 2 do art. 175.º e do prazo de 8 dias do n.º 1 do art. 181.º. Fica suspenso, entenda-se, até que as condições se verifiquem ou sejam entendidas como recusadas, o que pode significar, na prática, períodos muito alargados que, com facilidade, se podem aproximar dos 12 meses³⁸.

³⁸ Um exemplo é o da OPA da Sonae sobre a PT e a PTM. A Sonae publicou o anúncio preliminar das ofertas no dia 6 de fevereiro de 2006, assim abrindo um prazo de dez dias, que se esgotou no dia 16 de fevereiro, para notificar o projeto de aquisição à Autoridade de Concorrência (AdC). A partir da notificação, a AdC abriu um prazo de 30 dias úteis para

Pior: períodos que são muito alargados e em que a suspensão será levantada com atos – autorizações ou não oposições, em particular – que ninguém sabe quando serão praticados, ou seja, em processos pouco controlados pelo oferente, o que deixa qualquer oferente, sobretudo quando também ele condicione a sua oferta às mesmas condições, numa posição de enorme fragilidade.

O que acaba de se escrever, e que descreve a enorme imprevisibilidade sobre o calendário da oferta inicial sujeita a condições regulatórias, agrava-se de forma significativa quando a oferta concorrente está, também ela, sujeita às mesmas, ou a outras, condições regulatórias, o que se pode admitir ser bastante normal.

A revisão de 2021 procurou limitar este período de suspensão, mas fê-lo em termos tais que dão ainda uma enorme margem de

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

variação (e, na verdade, não vemos como poderia ser de maneira diferente, pois o óbice está na enorme extensão de prazos que esses processos autorizativo podem implicar, e não tanto na regra de regulação das ofertas públicas). O n.º 5 do art. 118.º veio dispor que “quando o oferente imponha condições para o lançamento de oferta pública de aquisição é aplicável o disposto no artigo 364.º-A, com as seguintes especificidades: a) O procedimento de registo extingue-se três meses após submissão do requerimento de registo da oferta previsto na alínea b) do n.º 2 do artigo 175.º, exceto se, em circunstâncias devidamente justificadas pelo interesse legítimo do oferente, e considerando o funcionamento regular do mercado, os interesses da sociedade visada e dos investidores, a CMVM prorogue aquele prazo, por uma ou mais vezes; b) O procedimento de registo extingue-se assim que uma condição de lançamento se der por não verificada; c) A extinção do procedimento prevista na alínea anterior é imediatamente divulgada ao público pela CMVM”.

Isto quando se sabe que a CMVM apenas registará a oferta concorrente quando as condições de lançamento estiverem verificadas, em particular as de natureza regulatória ou, sendo o caso, e sendo possível, a elas o oferente tiver renunciado, o que deixa evidente existirem cenários em que o oferente concorrente poderá ser, na prática, impossibilitado de sequer iniciar o processo. Pense-se no caso flagrante de o oferente inicial não estar sujeito a autorizações de natureza concorrencial e de o oferente concorrente estar sujeito a essas autorizações; ou, no caso menos flagrante, e porventura mais relevante na prática, de estarem ambos os oferentes sujeitos às mesmas autorizações regulatórias, mas o oferente inicial já ter feito uma boa parte do percurso processual quando é anunciada a oferta concorrente, sendo por isso razoável esperar que o regulador emita uma decisão próxima sobre a oferta inicial³⁹.

³⁹ Com muitas críticas à solução legal, algumas partilhadas no texto, e com vários exemplos de direito comparado, vd. Manuel Requiça Ferreira, “A OPA Concorrente”, 22-26. Não há qualquer dúvida que a CMVM – por função e porque, em regra, estará dessa forma a melhor proteger os interesses dos destinatários da oferta – procurará sempre, na medida do possível, compatibilizar os calendários para que a oferta concorrente seja viável. No entanto, e apesar disso, não temos qualquer dúvida que não há compatibilização que seja possível

II. No regime anterior à revisão de dezembro de 2021, resultava das regras dos n.ºs 2 e 4 do art. 185-A, que era proibida a publicação de anúncio preliminar em momento que já não permitisse o lançamento da oferta concorrente até ao 5.º dia anterior àquele em que termine o prazo da oferta inicial, e que o pedido de registo de oferta concorrente devia ser indeferido se a CMVM concluísse, em função da data da apresentação do pedido de registo da oferta e do exame deste último, pela impossibilidade de decisão em tempo que permita o lançamento tempestivo da oferta.

As duas regras visavam evitar a enorme perturbação no mercado que é inevitavelmente provocada por uma intenção não concretizada, mas conhecida, de lançamento de oferta concorrente – sabendo-se que a oferta concorrente, a concretizar-se, ofereceria um acréscimo de preço de, pelo menos, 2%, haveria uma irresistível tentação dos destinatários da oferta para não aceitarem a oferta inicial. Por isso, o sistema queria prevenir que surgisse um anúncio preliminar de uma oferta concorrente que não tivesse condições de vir a ser atempadamente lançada e, decorrendo essa inviabilidade de eventos constatados após o pedido de registo, o sistema quer retirar a intenção de oferta concorrente tão prontamente quanto possível.

Estas regras, sendo justificadas, tinham o óbvio inconveniente de retirar alternativas aos destinatários da oferta. Implicavam, por outro lado, uma dinâmica de prazos que podia estar fora das mãos do oferente – proibir a publicação do anúncio preliminar de uma oferta concorrente em momento que não permita fazer o respetivo lançamento até ao quinto dia anterior àquele em que termine a oferta inicial, parece assumir que o oferente concorrente tem controlo sobre esses prazos, o que, como já verificámos, não ocorre na maioria dos casos.

Estas regras foram alteradas na revisão de 2021. Primeiro, deixou de se proibir a publicação de anúncio preliminar em momento

em vários casos. Este sistema provoca ainda outra externalidade – ao obrigar o oferente concorrente a viver com tanta imprevisibilidade, este será dissuadido de avançar com a OPA concorrente pois, por um lado, não quererá avançar cedo demais e, por outro, não quererá arriscar os riscos reputacionais de uma não aceitação da oferta por parte da CMVM.

que já não permitisse o lançamento da oferta concorrente até ao 5.º dia anterior àquele em que termine o prazo da oferta inicial, e passou apenas a proibir-se, nos termos do n.º 4 do art. 185.º, a publicação “de anúncio preliminar de oferta pública voluntária de aquisição de valores mobiliários da mesma categoria de oferta pública de aquisição registada depois do final do quinto dia útil anterior ao termo do prazo desta oferta”. Segundo, deixou de se dispor que o pedido de registo de oferta concorrente devia ser indeferido se a CMVM concluísse pela impossibilidade de decisão em tempo que permitisse o lançamento tempestivo da oferta, e passou a dispor-se que a oferta concorrente (não abrangida pelo n.º 4 do art. 185-A) que não possa ser registada atempadamente deve ser registada após o apuramento dos resultados da oferta inicial. Mais se dispôs, para que os destinatários das ofertas possam tomar a sua decisão de aceitação ou não aceitação da primeira oferta que, neste caso, o oferente deve, até ao quinto dia útil anterior ao termo do prazo da oferta inicial, informar o mercado sobre: os termos definitivos da sua oferta e sobre o estado do processo de verificação dos factos de que depende o seu lançamento, bem como estimativa quanto à sua obtenção.

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

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

II. O anúncio de uma oferta concorrente implica uma oferta mais favorável para os acionistas que, pelo menos, verão a contrapartida oferecida ser aumentada em 2%. Por isso, dispõe a alínea b) do n.º 2 do art. 185-A que o registo de uma oferta concorrente permite a

revogação das aceitações que tenham sido emitidas até ao último dia do prazo das ofertas. Sabe-se que a prática revela que as aceitações da OPA surgem sempre nos últimos dois ou três dias do prazo da oferta, o que permite aos destinatários já darem a sua ordem de aceitação com pleno conhecimento do panorama de alternativas disponíveis. Para esse caso e, sobretudo, para aqueles outros em que as ordens já tenham sido dadas em momento anterior, a lei estabelece um regime de revogação que, na verdade, mais se aproxima de um verdadeiro “direito ao arrependimento” justificado pela complexidade emergente da concorrência de ofertas, já que ao estender o prazo até ao último dia do período de aceitações a lei admite que uma ordem dada já com pleno conhecimento da oferta seja concorrente seja, ainda assim, revogada. Por outro lado, nos termos da alínea c) da mesma regra, implica também que “os destinatários que tenham aceitado a oferta que não reúne condições para a respetiva liquidação podem, nos dois dias úteis seguintes ao apuramento de resultados, declarar a sua aceitação em relação a uma oferta que tenha reunido condições para o efeito”.

De forma algo paradoxal, a lei veio apenas estabelecer o direito de revogação das aceitações para o caso de a oferta concorrente ter sido registada até ao termo do prazo da oferta inicial (alínea a) do n.º 1 do art. 185-A), nada dispondo sobre a emergência desse direito no caso de a oferta concorrente ser registada depois do apuramento do resultado da oferta inicial (alínea b) do n.º 1 do art. 185-A), o que faz com que se aplique, neste caso, a regra geral do n.º 2 do art. 126.º, segundo a qual “a aceitação pode ser revogada através de comunicação ao intermediário financeiro que a recebeu até cinco dias antes de findar o prazo da oferta ou em prazo inferior constante dos documentos da oferta”. Cremos que se trata de um evidente lapso, pois também neste caso se justifica permitir ao destinatário da oferta reponderar a aceitação que tenha emitido.

III. A emergência de uma oferta concorrente perturba fortemente o projeto aquisitivo do oferente inicial que, subitamente, passa a contar com um rival no projeto aquisitivo, que se dispõe a oferecer melhores condições de aquisição aos destinatários. Ao oferente inicial abrem-se assim três alternativas de reação – o oferente

inicial pode nada fazer, mantendo a oferta inalterada; pode retirar a oferta, passando a OPA concorrente a ser a única oferta vigente; pode rever – melhorando – as condições da sua oferta, seja no que respeita à contrapartida oferecida, seja no que respeita a outros termos ou condições da oferta inicial, subindo a parada na disputa pelo controlo da sociedade visada. Analisaremos sucessivamente cada uma das alternativas de reação.

IV. A manutenção da oferta nos precisos termos que já haviam sido anunciados antes do conhecimento da oferta concorrente – o que pode ser feito por declaração expressa do oferente inicial ou pelo mero decurso do prazo previsto na alínea b) do n.º 1 do art. 185-B sem que tenha feito saber a sua intenção de rever a oferta⁴⁰ – será a estratégia mais excecional, apenas sendo justificável por especificidades do caso concreto.

Sabendo que a oferta concorrente importa condições mais favoráveis para os seus destinatários – desde logo no que respeita à contrapartida oferecida –, não será, em normalidade, racional esperar que os acionistas optem, entre duas alternativas, pela que é menos favorável. Por outro lado, do ponto de vista do oferente inicial, não podemos esquecer que a manutenção da oferta – independentemente do ponto em que ela esteja – tem custos relevantes⁴¹.

⁴⁰ Até à revisão de 2021, o n.º 2 do art. 185-B dispunha expressamente que oferente podia rever a sua oferta por publicação de anúncio nesse sentido, “considerando-se para todos os efeitos, na falta dessa publicação, que mantém os termos da sua oferta”. Com a revisão de 2021 essa menção foi eliminada, mas a solução é inequivocamente a mesma – não sendo a oferta revogada nos termos da alínea a), e não sendo revista nos termos da alínea b), a proposta manter-se-á nos mesmos termos.

⁴¹ Se a oferta inicial ainda não tiver sido registada quando seja anunciada a oferta concorrente, a diferença de custos será mais significativa – além dos custos de registo, dos custos de intermediação financeira e dos custos de assessoria, é no momento do registo que, nos termos do art. 179.º, o oferente é obrigado a depositar a contrapartida da oferta em dinheiro ou entregar a garantia bancária que caucione o pagamento da contrapartida da oferta. Se a oferta já tiver sido registada, a diferença de custos será menos relevante, mas, ainda assim, poderá ter alguma materialidade – desde logo porque, em normais circunstâncias, permite cancelar a garantia bancária prestada (ou fazer cessar o depósito). Além dos custos diretos, da natureza dos referidos, a manutenção da oferta pode ter custos de outra natureza, nomeadamente reputacionais – a concorrência de ofertas é sempre uma disputa pública

Apenas não será assim se, por força de vínculos obrigacionais, ou outros, o oferente inicial estiver obrigado a manter a oferta ou, diferentemente, puder razoavelmente assumir que, apesar de a sua oferta ter condições menos favoráveis do que a oferta concorrente, vai ter sucesso – é o caso de ter celebrado um contrato-promessa de compra e venda de ações que suponha a venda das ações na oferta, ou de acreditar que por alguma razão os vendedores, apesar de saírem da estrutura acionista (e nessa medida de se desinteressarem da sociedade), preferirão a sua oferta à de um terceiro (pense-se no caso de uma empresa familiar em que concorrem pela aquisição um membro da família e um fundo que tem a assumida intenção de desmembrar a sociedade).

V. Segunda reação possível do oferente inicial é a retirada da oferta, a qual, legalmente, nos termos do n.º 1 do art. 185-B, é sempre possível. Como referimos no ponto anterior, não existindo intenção de melhorar as condições da oferta inicial, a retirada da oferta será o comportamento racional para o oferente, reduzindo os custos, de diferente natureza, suscitados pelo processo. Por isso, dispõe a alínea a) do n.º 1 do art. 185-B que o lançamento de oferta concorrente constitui fundamento para a revogação de qualquer das demais ofertas anunciadas, o que, nos termos da mesma regra, deve ser comunicado por publicação até ao final do quinto dia útil anterior ao termo do prazo da oferta anteriormente registada⁴².

sobre o controlo da sociedade visada e, sendo certo que um dos concorrentes vai perder a disputa, é normalmente melhor, para esse, não querendo verdadeiramente melhorar as condições da oferta e manter o leilão, sair do processo até ao momento da sessão especial de bolsa, e não se manter sob os holofotes da atenção pública.

⁴² Antes da revisão do Código, a versão agora alterada do n.º 4 do art. 185-B dispunha que “o lançamento de oferta concorrente constitui fundamento de revogação de ofertas voluntárias nos termos do artigo 128.º.” A remissão para o art. 128.º, na nova versão, desapareceu. Esteve bem o legislador, parecendo-nos que se tratava de uma remissão desastrada. Primeiro, porque, não fora esta remissão, muito dificilmente se entenderia que o anúncio de uma oferta concorrente se qualificaria como uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias que, de modo cognoscível pelos destinatários, hajam fundado a decisão de lançamento da oferta inicial, excedendo os riscos inerentes a esta. Segundo, porque a remissão para o art. 128.º implicava uma atuação da CMVM constitutiva, e não apenas

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

A primeira é, obviamente, a revisão da contrapartida oferecida. Sabe-se que, nos termos do n.º 5 do art. 185.º, o oferente concorrente, como condição para ver a sua oferta ser aceite, teve de aumentar a contrapartida em pelo menos 2% do valor. Por isso, sendo a contrapartida um óbvio *driver* da decisão dos acionistas, a revisão da contrapartida pelo oferente inicial será a forma mais normal de atuação para que a sua oferta recupere viabilidade.

A revisão da oferta pelo oferente inicial por ocorrência de uma oferta concorrente é, para todos os efeitos, uma revisão da oferta, sujeita ao respetivo regime, a que se aplicam, no entanto, algumas especialidades. Isso significa que está sujeita ao disposto no arts. 128-A e 129.º, de onde decorre que a revisão não poderá fazer com que a proposta se “torne globalmente menos favorável para os respetivos destinatários”, sendo ainda aplicado a essa revisão o disposto no art. 129.º – primeiro, a revisão constitui fundamento de prorrogação do respetivo prazo, decidida pela CMVM por sua iniciativa ou a requerimento do oferente; segundo, as declarações de aceitação da oferta anteriores à modificação consideram-se eficazes para a oferta modificada; terceiro, a modificação deve ser divulgada imediatamente, através de meios iguais aos utilizados para a divulgação do prospeto ou, no caso de este não ser exigível, de meio de divulgação fixado pela CMVM, através de regulamento. Este regime geral tem, no entanto, duas especialidades – nos termos da alínea b) do n.º 1 do art. 185-B, caso seja anunciada uma oferta concorrente, o oferente inicial pode sempre rever a sua contrapartida, desde que publique a sua decisão até ao final do segundo dia útil anterior ao termo da oferta; nos termos do n.º 2 do mesmo artigo, a CMVM pode mesmo, “caso o interesse dos investidores o justifique (...), mediante pedido fundamentado de qualquer dos oferentes, prorrogar o prazo das ofertas para permitir a revisão da contrapartida”.

declarativa. O problema está ultrapassado. Para desenvolvimentos, Jorge Brito Pereira, “Ofertas Públicas de Aquisição concorrentes”, 34.

Claro que – e este é um ponto importante – o art. 128-A, como ocorria antes com o agora revogado art. 184.º, é apenas aplicável após o registo da oferta. Sabe-se que, em sede geral, ou seja, sem que esteja em causa a vicissitude da oferta concorrente, se aplica às revisões da oferta introduzidas entre o anúncio preliminar e o registo o disposto no n.º 2 do art. 175.º, de onde resulta que a publicação do anúncio preliminar obriga o oferente a “lançar a oferta em termos não menos favoráveis para os destinatários do que as constantes desse anúncio”, assim permitindo que as condições da oferta anunciada, mas ainda não registada, sejam revistas as vezes que o oferente quiser (sendo no entanto necessário que toda e qualquer revisão seja mais favorável aos destinatários). Não há razão para que a mesma regra não seja aplicável à revisão da oferta inicial quando a oferta concorrente seja anunciada antes do registo, de onde resulta que, até esse momento, o oferente inicial (e o concorrente) tem uma ampla liberdade na revisão da contrapartida.

A revisão da contrapartida pelo oferente inicial pode levar o concorrente a rever também a sua contrapartida. Inexiste no nosso sistema qualquer regra que atribua ao oferente inicial, ou ao oferente concorrente, a última palavra (a chamada *best and final offer*) no que à revisão da contrapartida respeita que, assim, viverá da dinâmica de dois sistemas de regras diferentes – antes do registo da oferta, como referido, quer oferente inicial quer o oferente concorrente poderão rever a contrapartida as vezes que entendam; depois do registo das ofertas, apenas poderão rever a contrapartida nos termos do art. 185-B, ou seja, até ao final do segundo dia útil anterior ao termo da oferta. (sabendo que nos termos da alínea a) do n.º 2 do art. 185-A “o último dia do prazo das ofertas deve ser coincidente, devendo cada uma delas respeitar o prazo mínimo previsto no n.º 1 do artigo 183.”⁴³ e que, nos termos do n.º 2 do art. 185-A, a CMVM pode prorrogar o prazo das ofertas para permitir a revisão da con-

⁴³ Foi recentemente alterada a regra brasileira da ICVM 361, na sequência da OPA concorrente sobre a Eletropaulo. Isto porque no regime anterior os concorrentes não podiam rever o preço de sua oferta durante o leilão e, portanto, estavam limitados ao preço anunciado. Pior: um terceiro interessado poderia apresentar um lance durante o leilão. Este foi um problema relevante durante essa OPA e levou a CVM a decidir em maio de 2018 que

trapartida; o prazo das ofertas deve ser coincidente). Por isso, pode teoricamente ocorrer que oferente inicial e oferente concorrente guardem a sua última cartada para esse momento que, para ambos, marcará o limite do prazo para que a revisão seja aceite⁴⁴.

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

Como acabamos de referir, caso a revisão ocorra entre o momento da publicação do anúncio preliminar e o registo da oferta inicial, não há qualquer dúvida que o oferente está habilitado a rever as condições da oferta inicial desde que, repete-se, o faça

caso um terceiro fizesse sua oferta durante o leilão os concorrentes estariam autorizados a aumentar seus preços (contrariamente ao que dispunha o § 7.º do art. 12 da ICVM 361).

⁴⁴ Ao contrário do que poderia parecer numa primeira aproximação, nem um sistema de leilão puro, em que cada oferente pode, sem limite de lances, subir o preço face a uma revisão do outro oferente, nem um sistema como o descrito, que na prática faz com que os dois oferentes possam deixar a sua *final and best offer* para o limite do prazo (e limite da hora), assim fazendo com que nenhum dos oferentes conheça a proposta do outro quando a sua é formulada, fazem com que o preço suba mais que aquele em que o oferente concorrente tem apenas uma formulação de contrapartida e o oferente inicial tem a última palavra. Cada caso é um caso e, se é certo que o modelo de concorrência pode ter um efeito no preço, não é menos certo que inexistente um modelo que, em todos os casos, tenha o mesmo efeito. Isto pela razão óbvia que os primeiros sistemas fazem com que os oferentes cresçam a contrapartida de forma mais limitada, sobretudo nos lances iniciais, sempre esperando que o outro oferente desista, quando o último sistema obriga o oferente concorrente, porque apenas tem um lance, a apresentar a sua proposta máxima. Um bom exemplo dos efeitos diferentes é, em todo o caso, o risco de *overbidding*, ou seja, de um dos concorrentes fazer um lance muito maior que o outro (aquilo a que se chama *winner's curse*) – este último sistema, por permitir apenas um lance (ou dois, no caso do oferente inicial) tem maior risco de *overbidding*, o sistema de último lance simultâneo tem menor risco e o sistema de leilão sucessivo incremental tem ainda menos risco. Existe muita literatura sobre o tema. Vd., em particular sobre as ofertas concorrentes, Christophe Clerc, Fabrice Demarigny et al., “A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation”, 161-163. Sobre os casos de pagamento excessivo, vd. Nikhil P Varaiya e Kenneth R Ferris, “Overpaying in Corporate Takeovers: The Winner’s Curse”, *Financial Analysts Journal* 43, no. 3 (1987).

em termos não menos favoráveis para os destinatários do que os constantes do anúncio preliminar (ou nas revisões anteriores). Assim, da mesma forma que, independentemente do anúncio de uma oferta concorrente, o oferente podia até ao registo renunciar livremente a condições da oferta (pensamos em condições de lançamento e em condições da oferta em sentido próprio), não se vê razões para que não o possa fazer perante a emergência de uma oferta concorrente.

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

No caso apontado, sabe-se que o oferente concorrente teria de igualar a cláusula de 50,01% (ou viver sem essa cláusula) se o oferente inicial tivesse estabelecido tal regra inicialmente. Tendo-o feito após o anúncio da oferta concorrente, não se pode impor ao oferente concorrente que iguale essa condição. Daqui resulta então que, se nenhum dos oferentes revir a sua oferta, os acionistas terão de escolher entre uma oferta com pior contrapartida e uma condição de sucesso mais baixa, e uma oferta com melhor contrapartida e uma condição de sucesso mais alta.

No caso de a revisão de condições da oferta ocorrer após o registo, levantam-se problemas de diferente natureza. Antes da revisão do Código, decorria da regra do art. 184.º, que (...) o oferente podia rever

a contrapartida quanto à sua natureza e montante, que a oferta revista não podia conter condições que a tornem menos favorável e que a sua contrapartida devia ser superior em, pelo menos, 2%. Daqui resultava uma dúvida interpretativa que é discutida entre nós há muito – significava a regra que, após o registo, as condições da oferta, que não a contrapartida, podiam ser revistas; que as condições, que não a contrapartida, não podiam ser revistas (ainda que em termos mais favoráveis para os destinatários); ou que as condições podiam ser revistas desde que em termos não menos favoráveis para os destinatários se a contrapartida for aumentada?⁴⁵ O problema está hoje ultrapassado. A oferta pode ser revista, nos termos do art. 128-A, em qualquer dos seus “termos e condições”, desde que essa revisão não torne a oferta “globalmente menos favorável para os respetivos destinatários”⁴⁶.

Daqui resulta então que, após o registo, uma revisão das condições da oferta não tem de implicar uma revisão da contrapartida, o que pode provocar efetivos problemas de comparabilidade das ofertas.

De notar, por fim, que apesar da atual abertura do Código a revisões de termos e condições diferentes da contrapartida, continua a ser dado um regime mais favorável a revisões da contrapartida, uma vez que, nos termos do n.º 2 do art. 185-B, a possibilidade de prorrogação do prazo das ofertas apenas pode ser justificada por uma revisão da contrapartida, e não por revisão de outras condições.

⁴⁵ O problema está hoje ultrapassado. A nossa opinião face à regra anterior era que o princípio de estabilidade da oferta convivia mal com uma ideia de livre revisão das condições da oferta (ainda que em termos mais favoráveis para os destinatários) após o registo. Entendíamos por isso que a oferta ficava estável após o registo; a revisão da contrapartida permitia perturbar essa estabilidade; revista a contrapartida, as condições não podiam tornar a oferta menos favorável, mas nada obstava a que a tornem mais favorável. Jorge Brito Pereira, “Ofertas Públicas de Aquisição concorrentes”, 37-38.

⁴⁶ Afirma a CMVM no seu Parecer sobre a Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.^a (GOV): “é alterado o regime de revisão das ofertas públicas, tendente a conferir mais clareza e flexibilidade, de acordo com o qual o oferente pode rever os termos e condições da oferta, os quais não terão de se circunscrever apenas à modificação da contrapartida, desde que a oferta em termos globais não se torne menos favorável para os respetivos destinatários”.

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

I. Dispõe o n.º 1 do art. 182.º que, a partir do momento em que tome conhecimento da decisão de lançamento de OPA que incida sobre mais de um terço dos valores mobiliários da respetiva categoria, o órgão de administração da sociedade visada não pode praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente. Nos termos do n.º 3 excetuam-se à regra de limitação de poderes da administração (i) os atos que resultem do cumprimento de obrigações assumidas antes do conhecimento do lançamento da oferta, (ii) os atos autorizados por força de assembleia geral convocada exclusivamente para o efeito durante o período da oferta e (iii) os atos destinados à procura de oferentes concorrentes⁴⁷.

⁴⁷ É sabido que esta regra foi o último, ou um dos últimos, pontos a ser fechado na Diretiva das OPA, tendo a acabado por ficar sujeita a um *opt-out* nos termos do art. 12.º (sobre o *The Portuguese Compromise*, vd. Christophe Clerc, Fabrice Demarigny et al., “A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation”, 1). O mero confronto do art. 182.º com o art. 9.º da Diretiva mostra, para além disso, uma enorme diferença na forma (não tanto no conteúdo final) como os diplomas encaram o tema, já que o art. 182.º consagrava a regra de limitação da administração, dispondo depois que são excecionados os atos autorizados pelos acionistas (em assembleia geral convocada exclusivamente para o efeito durante o período da oferta), quando o art. 9.º dispõe que “o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia-geral de acionistas para o efeito antes de empreender qualquer ação suscetível de conduzir à frustração da oferta, excetuando a procura de outras ofertas e, nomeadamente, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários suscetível de impedir de forma duradoura que o oferente assuma o controlo da sociedade visada”. O art. 9.º da Diretiva é claramente inspirado no *City code on takeover and mergers* que, na sua atual *Rule 21.1*, sob a epígrafe “When shareholders’ consent is required” dispõe que *during the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, without the approval of the shareholders in general meeting, take any action which may result in any offer or bona fide possible offer being frustrated or in shareholders being denied the opportunity to decide on its merits (...)*. Esta regra já teve várias versões e, após a sua introdução em 1968, é considerada uma das pedras essenciais desta

O sentido final do art. 182.º é, cremos, claro (a forma, cumulativa ou alternativa, como os pressupostos da regra funcionam é bastante mais complexa), e passa por preservar na esfera dos acionistas a decisão sobre o mérito da oferta, ou seja, não permitir que a administração, atuando muitas vezes em conflito de interesses por antever que será substituída se a oferta tiver sucesso, possa, pelos seus atos, destruir uma oferta que, sendo dirigida aos acionistas da sociedade, deve, no fim do dia, ter o seu destino decidido por estes. E é também por isso que os atos autorizados por assembleia-geral convocada nos termos legais são excluídos da regra de limitação – porque, nesse caso, são os acionistas a autorizar a prática dos atos que, no limite, podem levar o oferente a modificar ou retirar a oferta⁴⁸.

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

II. Parece-nos claro que a regra do n.º 1 do art. 182.º do Cód.VM, tal como a do art. 9.º da Diretiva, está mal formulada, porque em nenhuma circunstância se pode considerar que “os atos destinados à procura de oferentes concorrentes” representam uma exceção à proibição genérica de praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de

regulamentação. Vd. Andrew Johnston, “Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code”, *Cambridge LJ* 66 (2007), 422-423.

⁴⁸ Vd. Jorge Brito Pereira, “A Limitação dos Poderes da Sociedade Visada durante o Processo da OPA”.

modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente⁴⁹. Dito de outra forma, entendemos que se a regra da alínea c) do n.º 3 do art. 182.º não existisse, ainda assim a administração da sociedade poderia, caso entendesse ser essa a melhor forma de servir o interesse social⁵⁰, praticar os atos destinados à procura de oferentes concorrentes e, por essa via, à maximização do preço. Não há razão para entender de forma diferente e nem sequer o argumento segundo o qual a procura da oferta concorrente pode servir sobretudo para causar a frustração da OPA inicial é, cremos, relevante – pois se a frustração da oferta inicial ocorrer à custa do estabelecimento de melhores condições para os acionistas que queiram alienar a sua participação (e ainda para mais sendo causado um cenário que a

⁴⁹ Melhor estão regimes como o alemão que começam por prevenir a administração (e fiscalização) de praticar atos que possam impedir o sucesso da oferta (*“dürfen Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte”*), sem referência a outros critérios, para depois excluir os atos de procura de oferentes concorrentes. Vd. § 33b do WpÜG. Não é que uma formulação deste tipo deixe claro o que significa a procura de oferentes concorrentes, mas pelo menos tem o significado de deixar claro que não existe uma obrigação de princípio de preservação da oferta inicial.

⁵⁰ A permissão de “procurar” oferentes concorrentes não se confunde com uma obrigação fiduciária de “procurar” oferentes concorrentes. Não haja dúvida que, do ponto de vista dos acionistas que pretendam alienar as suas ações, a emergência de um oferente concorrente – sobretudo em sistemas como o nacional em que seja indispensável a subida da contrapartida – é sempre positiva. No entanto, o leque de interesses a que administração tem de atender está para além dos acionistas que pretendam alienar as ações e por isso aceita-se com naturalidade que a administração entenda que a oferta inicial corresponde aos melhores interesses da sociedade. O tema discute-se muito em Inglaterra – em que também não existe qualquer obrigação semelhante – sobretudo quando os administradores sejam também acionistas, entendendo-se que os seus deveres fiduciários enquanto administradores se sobrepõem à liberdade de disposição das ações. Vd. *Gower’s principles of modern company law*, (Sweet & Maxwell London, 2016), 953-954. É também interessante verificar que o direito norte-americano, e em particular os tribunais de Delaware, foram assumindo como natural o dever de maximização do preço (como se descreve no caso clássico *Revlon v. MacAndrews & Forbes*, perante uma oferta o Conselho deve atuar como *“auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company”*). Esse dever não tem hoje uma leitura tão linear. Vd. Peter Cramton e Alan Schwartz, “Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation”, *Journal of Law, Economics, & Organization* 7, no. 1 (1991), 1-2.

administração entende melhor servir os interesse da sociedade), não se vislumbra razão material para prevenir essa atuação da administração⁵¹.

O único cenário em que o intérprete poderia ter outro entendimento seria o de concluir que, por consagrar a exceção da alínea c) do n.º 3 do art. 182.º, a lei estaria a autorizar a administração a praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente, desde que a prática desses atos ocorresse no âmbito da procura de oferentes concorrentes. Esta interpretação, que pode facilmente ser retirada numa aproximação literal, e que revela a deficiente técnica do normativo, é, no entanto, manifestamente desapropriada e contrária ao sentido final da regra⁵².

⁵¹ Já referimos que podem ocorrer casos em que a existência de alternativas, por razões específicas como sejam a aposição de condições de sucesso ou pelo facto de terem sido celebrados acordos referentes à transmissão das ações, podem ter efeitos negativos para os destinatários, fazendo com que as duas alternativas caiam quando, a não existir a oferta concorrente, teria havido uma concentração de aceitações e a oferta poderia ter tido sucesso. Não o deixamos de ter presente, muito embora não se possa deixar de considerar que serão casos excecionais, já que, como descrito, o sistema está construído numa lógica de constante melhoria das condições da oferta para os destinatários. Por outro lado, não se deixa de ter presente que a chamada *pressure to tender* possa, em vários casos, aumentar, sobretudo naqueles casos em que surja uma oferta concorrente endossada pela administração. Vd. sobre este ponto Federico M Mucciarelli, “White Knights and Black Knights-Does the Search for Competitive Bids always Benefit the Shareholders of Target Companies”, 5 e ss.; Christophe Clerc, Fabrice Demarigny et al., “A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation”, 136-137.

⁵² Esta interpretação implicaria aceitar, por exemplo, que a administração ficava habilitada a alienar ativos empresariais estratégicos e críticos para o oferente inicial, ou a encetar um programa de abertura de estabelecimentos físicos e contratação de pessoal que comprometa a oferta inicial (porque esses estabelecimentos seriam redundantes com aqueles do oferente inicial), desde que, num caso ou noutro, isso fosse feito na procura de oferentes concorrentes. Do mesmo modo, estratégias que são habituais nos Estados Unidos, como o acesso a ações ou a opções sobre em condições especiais, a contratação de opções sobre ativos com o *white knights*, ou a contratação de *break-up fees* com o oferente concorrente, seriam aceitáveis. Sobre estas estratégias, vd. Melissa M Kurp, “Corporate Takeover Defenses after QVC: Can Target Boards Prevent Hostile Tender Offers Without Breaching Their Fiduciary Duties”, *Loy. U. Chi. LJ* 26 (1994), 29-60; James Redmond, “A Com-

III. Face ao que acabamos de escrever, cabe notar então que a permissão de procurar oferentes concorrentes se traduz em, efetivamente, muito pouco.

Sabendo que, nos termos do n.º 1 do art. 112.º, “as ofertas públicas devem ser realizadas em condições que assegurem tratamento igual aos destinatários”; sabendo que, nos termos do n.º 7 do art. 185.º, “a sociedade visada deve assegurar igualdade de tratamento entre oferentes quanto à informação que lhes seja prestada”⁵³; fácil é perceber que está vedada à administração a prática de quaisquer atos que representem um tratamento diferenciado do (potencial) oferente concorrente, como seja o acesso a informação que não esteja disponível do mercado e que, por isso, não esteja disponível para o oferente inicial, a consagração de quaisquer condições que façam com que o sucesso da oferta inicial seja mais gravoso do que o sucesso da oferta concorrente (*poison pills* aplicáveis seletivamente), a estipulação de termos de financiamento para potenciais oferentes que sejam mais favoráveis do que aqueles à disposição do oferente inicial.

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

IV. A mera possibilidade de emergência de uma oferta concorrente representa um dos mais relevantes riscos a que um oferente

parative Assessment of the Law Relating to Hostile Takeovers in the US and EU”, *King’s Inns Student L. Rev.* 10 (2021), 107. Isto implicaria colocar ao mesmo nível a autorização dos acionistas prestada em assembleia-geral e a procura de oferentes concorrentes, sendo claro que a conclusão seria abusiva.

⁵³ A regra de igualdade de tratamento dos oferentes em sede de informação tem tradição no direito anglo-saxónico e densifica a regra geral de igualdade (entre nós, referimo-nos à relação entre o n.º 1 do art. 112.º e o n.º 7 do art. 185.º). Vd. sobre o tema Christophe Clerc, Fabrice Demarigny et al., “A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation”, 39; *Gower’s principles of modern company law*, 953-961. Vários ordenamentos, aceitando o princípio, assumem que, efetivamente, será difícil cumprir a regra de igualdade de tratamento informativo, sobretudo naqueles casos em que OPA seja lançada em coordenação com a administração (sendo precedida de negociações, processos de *due diligence*, etc.) e depois surja uma OPA concorrente.

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

O primeiro conjunto de estratégias que o oferente inicial pode prosseguir para minimizar este risco passa pela aquisição de ações e pela construção de uma posição relevante – aquilo a que se chama, *toehold*⁵⁴. Quanto maior for a posição acionista que o oferente tiver na sociedade visada, menor será o risco de emergência de uma oferta concorrente, já que o oferente concorrente sabe que o seu sucesso passa, em maior ou menor medida, pelo próprio oferente inicial e que se este não estiver disponível para vender a sua posição será muitas vezes difícil, ou até impossível, ter sucesso⁵⁵. Fica

⁵⁴ Existe muita literatura sobre estratégia de ofertas de aquisição sobre o tema, elencando as vantagens e desvantagens. Vd. por todos Brendan McSweeney, “Takeover Strategies, Competitive Bidding and Defence Tactics”, *Oxford Handbook of Mergers and Acquisitions* (2012), 292-293

⁵⁵ Há ainda outros efeitos relevantes. Primeiro, o oferente inicial com uma participação relevante na sociedade visada, em concorrência de preço com um terceiro, está, com a formulação do seu preço final, a marcar o valor pelo qual ou compra (porque a sua oferta tem sucesso) ou vende (porque a oferta concorrente tem sucesso e ele não quererá normalmente ficar na estrutura acionista da sociedade); daí que, ao contrário do normal, o próprio fracasso da OPA possa significar um encaixe financeiro relevante. Por outro lado, e como é óbvio, a detenção de participação reduz o custo da OPA, já que existirão menos ações em circulação e, sobretudo, reduz o delta de aumento de preço que resulta da concorrência de ofertas. Os efeitos de prevenção que uma estratégia deste tipo pode ter são relevantes, e serão ainda mais relevantes se existirem soluções que protejam a posição do acionista como

claro, no entanto, que construir uma posição acionistas de relevo não é tarefa fácil, barata, discreta nem isenta de riscos – porque o *free flow* disponível é normalmente incompatível com a construção de grandes posições (o que ainda ganha contornos mais marcados em bolsas com pouca liquidez como a nossa); porque a criação de uma forte pressão compradora leva ao inevitável aumento da cotação; porque as regras de divulgação de participações qualificadas fazem com que cedo essa estratégia fique transparente para os demais acionistas; porque o putativo oferente se arrisca a ficar com uma posição minoritária sem grande sentido estratégico e que pode pesar no seu balanço. Por isso, pode-se afirmar que serão poucos os casos em que a construção de uma posição acionista seja feita com o estrito objetivo de facilitar uma OPA ou prevenir ofertas concorrentes⁵⁶.

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

a estipulação de maiorias qualificadas ou de *voting caps*. Para desenvolvimentos, vd. Jorge Brito Pereira, “The Dark Triad: Private Benefits of Control, Voting Caps and the Mandatory Takeover Rule”, *DePaul Business & Commercial Law Journal* 20, no. 1 (2022), 14-17.

⁵⁶ A construção de uma posição acionista – a aquisição de ações em mercado – como parte de uma estratégia que serve uma OPA (a lançar mais tarde) levanta problemas jurídicos de outra natureza. Primeiro, levanta problemas de *insider trading*. Alguns sistemas, como é o caso do inglês, foram especialmente cautelosos ao definir as regras sobre *insider trading*, deixando de fora casos como este em que a informação privilegiada (a intenção de lançar a OPA a um certo preço) é uma informação do próprio agente e que integra um processo de decisão. Vd. *Gower’s principles of modern company law*, 955. Há aliás sistemas, como o norte-americano, em que o recurso a estas estratégias foi levado ao limite com os designados *dawn-raids* em que, na manhã em que a oferta é anunciada, mas antes do anúncio, o oferente “limpava” as posições vendedoras no mercado até ao preço da OPA. Vd. Brendan McSweeney, “Takeover Strategies, Competitive Bidding and Defence Tactics”, 293. Isso não acontece, no entanto, entre nós, com o n.º 2 do art. 378.º que, na sua letra, abrange casos como este. Segundo, levanta problemas de cumprimento do dever de publicação do anúncio preliminar. Claro que será assim se a decisão de lançamento da oferta estiver tomada. Não o será se a decisão não estiver tomada ou se a aquisição de ações for condição para que a decisão seja tomada. Trata-se, em qualquer caso, de *gelo fino*.

cassar, em particular quando surja uma oferta mais vantajosa⁵⁷. O sentido final da penalidade é bastante óbvio – ressarcir o oferente pelas despesas suportadas como forma de anular, ou minimizar, o risco de surgimento de uma oferta concorrente. Parece claro, no entanto, que, dependendo do montante da penalidade, a celebração deste tipo de acordos acaba por ser, em si mesmo, dissuasora do surgimento de ofertas concorrentes – não apenas porque o oferente concorrente sabe à partida que contará com a oposição da administração da visada, já amarrada a outro adquirente, mas sobretudo porque o sucesso da oferta concorrente significa a emergência da obrigação de pagamento da compensação, o que transforma este *break-up fee* numa espécie de *poison-pill*.

O regime inglês, aquele em que este tipo de acordos ganhou mais popularidade, regula expressamente a figura, impondo um *cap* de 1% do valor total da oferta para penalidades deste tipo, tendo a revisão de 2010 deixado o campo de admissibilidade da figura ainda mais estreito. Já o direito português nada dispõe sobre o assunto, entendendo-se normalmente que a celebração deste tipo de contratos violaria o princípio do tratamento igualitário, além de poder deixar em causa a preservação dos deveres de lealdade dos administradores⁵⁸.

⁵⁷ Outra tipologia passa por acordos em que o *board* se obriga a dar a sua recomendação à OPA e, sendo o caso, a não procurar ativamente, ou encorajar, oferentes alternativos. Alguns destes acordos têm sido sujeitos a litigância nos tribunais ingleses, sendo entendido que estão sujeitos a uma condição implícita de não surgimento de uma oferta alternativa, sendo que, surgindo, os administradores devem estar livres para a analisar e, sendo o caso, atuarem no melhor interesse da sociedade. Vd., com várias referências jurisprudenciais, *Gower's principles of modern company law*, 956.

⁵⁸ Vd. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 706. Não temos conhecimento de contratos deste tipo terem sido celebrados entre nós. Percebendo os riscos da figura – que, no limite, poderiam pôr em causa o regime da OPA concorrente – não excluímos que sejam admissíveis em alguns casos, especialmente naqueles em que a penalidade a pagar seja congruente com as despesas efetivamente suportadas pelo oferente e a celebração do acordo corresponda ao melhor interesse da sociedade, em particular por não existir oferta sem tal acordo.

Bibliografia citada

- Bebchuk, Lucian A. “The Case for Facilitating Competing Tender Offers.” *Harvard Law Review* (1982): 1028-56.
- Câmara, Paulo. *Manual De Direito Dos Valores Mobiliários*. Almedina, 2018.
- Clerc, Christophe, Fabrice Demarigny, Mirzha de Manuel, e Diego Valiante. “A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation.” (2012).
- Cordeiro, António Barreto Menezes. *Manual De Direito Dos Valores Mobiliários*. Almedina, 2018.
- Cordeiro, António Menezes. “Opas Obrigatórias: Pressupostos E Consequências Da Sua Não-Realização.” *Revista de Direito das sociedades* (2011): 927-84.
- Cramton, Peter, e Alan Schwartz. “Using Auction Theory to Inform Takeover Regulation.” *Journal of Law, Economics, & Organization* 7, no. 1 (1991): 27-53.
- Crespo, Eduardo Alfaro. *A Oferta Pública De Aquisição Concorrente: Regime Substantivo E Seus Efeitos Sobre O Mercado De Controlo Societário*. Teses não publicada (UCP), 2018.
- Easterbrook, Frank H, e Daniel R Fischel. “The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer.” *Harvard Law Review* (1981): 1161-204.
- Ferreira, Manuel Requixa. “A Opa Concorrente.” *Cadernos do MVM* 30 (2008).
- García de Enterría, Javier. “Algunas Cuestiones Del Proceso De Opas Sobre Abertis: De Conciertos Para La Modificación De La Opa Y Mejoras De La Contraprestación En Las Opas De Canje.” *Revista de Derecho del Mercado de Valores* (2019).
- Gower’S Principles of Modern Company Law*. Sweet & Maxwell London, 2016.
- Hopt, Klaus J. “Die Internationalen Und Europarechtlichen Rahmenbedingungen Der Corporate Governance.” *Hommelhoff, Peter/Hopt, Klaus J./Werder, Axel von (Hg.): Handbuch Corporate Governance* 2 (2009): 39-70.
- Johnston, Andrew. “Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code.” *Cambridge LJ* 66 (2007): 422.

- Júdice, José Miguel, Maria Luisa Antas, António Artur Ferreira, e Jorge Brito Pereira. *Ofertas Públicas De Aquisição (Legislação Comentada)*. Económico, 1992.
- Kurp, Melissa M. “Corporate Takeover Defenses after Qvc: Can Target Boards Prevent Hostile Tender Offers without Breaching Their Fiduciary Duties.” *Loy. U. Chi. LJ* 26 (1994): 29.
- McSweeney, Brendan. “Takeover Strategies, Competitive Bidding and Defence Tactics.” *Oxford Handbook of Mergers and Acquisitions* (2012): 285-302.
- Mucciarelli, Federico M. “White Knights and Black Knights-Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of Target Companies.” *ECFR* 3 (2006): 408.
- Nauceac, Natalia. *A Admissibilidade Da Procura De Uma Opa Corrente E Os Interesses Conjugados*. Tese não publicada (UCP), 2018.
- Pereira, Jorge Brito. “A Limitação Dos Poderes Da Sociedade Visada Durante O Processo Da Opa.” *Direito dos Valores Mobiliários* 2 (2000).
- Pereira, Jorge Brito. “Ofertas Públicas De Aquisição Concorrentes.” *Revista de Direito das Sociedades* (2021).
- Pereira, Jorge Brito. “An Ocean Apart: The Mandatory Takeover Rule in Brazil and in Europe.” *Emory Corporate Governance and Accountability Review* 10, no. 1 (2022): 67.
- Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural Na Sociedade Anónima*. Almedina, 2022.
- Pereira, Jorge Brito. “The Dark Triad: Private Benefits of Control, Voting Caps and the Mandatory Takeover Rule.” *DePaul Business & Commercial Law Journal* 20, no. 1 (2022): 1.
- Redmond, James. “A Comparative Assessment of the Law Relating to Hostile Takeovers in the Us and Eu.” *King’s Inns Student L. Rev.* 10 (2021): 100.
- Salgado, Domingos Homem de Sousa. *Admissibilidade Da Fusão Como Alternativa À Opa Em Curso*. Tese não publicada (UCP), 2016.
- Santos, Hugo Moredo. *Ofertas Concorrentes*. Coimbra Editora, 2008.
- Silva, João Calvão. *Estudos De Direito Comercial: Pareceres*. Almedina, 1999.
- Stokes, Miguel. “Ensaio Sobre Os Requisitos Substantivos Da Oferta Concorrente.” *Cadernos do MVM* 48 (2014).

Varaiya, Nikhil P, e Kenneth R Ferris. “Overpaying in Corporate Takeovers: The Winner’s Curse.” *Financial Analysts Journal* 43, no. 3 (1987): 64-70.

Wymeersch, Eddy, e Securities Supervisors CESR. “The Takeover Bid Directive Light and Darkness.” *Proprietà e controllo dell’impresa. Il modello italiano, stabilità o contendibilità? Atti del Convegno di studi (Courmayeur, 5 ottobre 2007)* 22 (2008): 153.

