

# OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO

*Pelo Prof. Doutor António Menezes Cordeiro*

## I — AS OPA COMO PEÇA DO DIREITO MOBILIÁRIO

### § 1.º GENERALIDADES

I. Há oferta pública quando uma pessoa dirija, a uma generalidade de outras pessoas, uma proposta contratual. No domínio mobiliário, a oferta pública implicará que a proposta formulada se reporte aos denominados valores mobiliários.

Sem preocupações de exaustão, poderemos considerar as seguintes ofertas públicas mobiliárias:

- ofertas de subscrição: aquando da emissão de novas acções, estas são postas, para subscrição, à disposição de todos os eventuais interessados;
- ofertas de venda: presentes acções já subscritas, estas são oferecidas aos interessados, mediante um preço;
- ofertas de troca: essas mesmas acções são oferecidas aos interessados, mediante a entrega, por estes e ao oferente, de outras acções;
- ofertas de aquisição: o oferente propõe-se, desta feita, não alienar, mas sim adquirir acções; para tanto, ele dirige uma proposta a todos os detentores das acções pretendidas, no sentido de que lhas vendam, mediante um preço.

II. As classificações anteriores foram exemplificadas com base em acções. Porém, são admissíveis ofertas públicas relativas a outros valores mobiliários, com relevo para as obrigações <sup>(1)</sup>.

III. Na história nacional recente das OP mobiliárias, cumpre recordar que o Código das Sociedades Comerciais (CSC), de 1986, tratava nos seus artigos 306.º e seguintes, as ofertas públicas de aquisições de acções. As OP mobiliárias não relativas a acções constavam do Decreto-Lei n.º 23/87, de 13 de Janeiro, enquanto a Portaria n.º 422-A/88, de 4 de Julho, aprovou um denominado “Regulamento das Ofertas Públicas de Transacção de Valores Mobiliários”.

A divisão, a nível das fontes, entre OPs relativas a acções e as restantes reflectia-se na superintendência pública; esta competência, quanto às primeiras, à Comissão Directiva da Bolsa de Valores implicada e, quanto às segundas, ao Auditor-Geral do Mercado de Títulos.

IV. O Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, que aprovou o novo CódMVM, revogou, expressamente, no seu artigo 24.º, o Decreto-Lei n.º 23/87, de 13 de Janeiro, e a Portaria n.º 422-A/88, de 4 de Julho. Fê-lo, muito simplesmente, porque a matéria transitou para o próprio CódMVM, então aprovado.

Por seu turno, os artigos 306.º e 308.º a 315.º do Código das Sociedades Comerciais foram revogados pelo artigo 3.º/2 do Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, que aprovou diversas alterações ao CódMVM. Acentua-se, assim, a especificação da matéria, sendo, ainda, de referir o Regulamento n.º 91/4, de 22 de Julho, aprovado pelo CD da CMVM, em 9-Jul.-1991, e relativo a ofertas públicas.

---

<sup>(1)</sup> Cf., quanto a diversas modalidades de OP, e entre nós: JOÃO LABAREDA, *Das acções das sociedades anónimas* (1988), 258 ss., LUÍS BRITO CORREIA, *Direito Comercial*, 2.º vol. *Sociedades Comerciais* (1989), 389 ss., JOSÉ NUNES PEREIRA, *O regime jurídico das ofertas públicas de aquisição no recente Código do Mercado de Valores Mobiliários: principais desenvolvimentos e inovações*, Revista da Banca 18 (1991), 29-98 (34 ss.) e JOSÉ MIGUEL JÚDICE/MARIA LUÍSA ANTAS/ANTÓNIO ARTUR FERREIRA/JORGE DE BRITO PEREIRA, *Ofertas públicas de aquisição / Legislação Comentada* (1992), 10 ss.

## § 2.º AS OPA NO MUNDO (BREVE REFERÊNCIA)

I. O espaço americano foi o que mais longe tem levado a experiência das OPA. Estas são, aí, conhecidas como *tender offer*, contracção de *offer to buy, conditioned on receipt of sufficient tenders*. A sua regulamentação actual resulta duma lei federal, o *Williams Act* de 1968, do Congresso, surgido como emenda ao *Securities Exchange Act*, de 1934. Além disso, há que lidar com diversos instrumentos estaduais. A regulamentação existente visou contrariar os desígnios dos saqueadores de sociedades ou *corporate raiders*, que aproveitavam as subcotações de certas empresas para as adquirirem e, depois, desmantelarem, com lucros. Note-se, de todo o modo, um desenvolvimento dos deveres de informação inferiores ao que surge na Europa.

Nos anos setenta e no início dos anos oitenta, diversos Estados Norte-Americanos dotaram-se de leis sobre *tender offers*, com modelo na do Estado do Illinois: o *Illinois Business Takeover Act*. Este diploma viria, contudo, a ser declarado inconstitucional, em 1980, por violação do princípio constitucional da liberdade do comércio. Seguiu-se-lhes uma segunda geração de leis, com relevo para o *Indiana Control share acquisitions statute*, que dispensava determinada protecção às sociedades constituídas no Estado da Indiana. Outros Estados seguiam, com variantes, esse exemplo. Assim, o de Nova Iorque (1986) e o de Nova Jersey (1987), que proibiam uma aquisição seguida, em determinado lapso de tempo, de novos negócios. Medidas paralelas, mas cautelosas, foram adoptadas pelo Delaware onde, formalmente, estão instaladas mais de 180.000 sociedades.

II. A Grã-Bretanha permite documentar uma interessante experiência de auto-regulamentação. As ofertas públicas são, aí, denominadas *Take over bid*. O legislador interveio apenas marginalmente, para cercear, por exemplo, situações de fraude. De resto, a disciplina foi assegurada pela adopção, pelos organismos interessados — grémios de seguradoras, de banqueiros, de fundos de pensões e de indústria — sob proposta do Banco de Inglaterra — dum código de conduta, hoje conhecido como *City Code*. Este tem vindo a ser continuamente actualizado. A sua preocupação fun-

damental é a de promover um reforço da confiança, do público, nos valores negociados no mercado.

Também na Holanda não há, propriamente, uma regulamentação legal das OPAs: surgem, antes, diversas normas de tipo ético, cuja violação conduz a censuras públicas, por parte do *Social Economishe Raad*.

A experiência alemã não exemplifica OPAs. A pulverização do mercado mobiliário, dobrada pelo seu ordenamento em torno de grandes bancos, com estatutos blindados, a correcção contabilística e as regras sobre os grupos de sociedades desincentivam tais práticas. De todo o modo, a Comissão de Bolsa aprovou uma regulamentação, em 1979, que pretende assegurar a transparência do mercado e a informação dos interessados. Finalmente, a *Börsensachverständigenkommission* aprovou, em 14-Jul.-1995, um conjunto de recomendações denominado *Überrahmekodex*, para vigorar a partir de 1-Out.-1995 e relativo a ofertas públicas.

A Suíça dispõe, desde 1989, dum Código, de auto-regulamentação. As sociedades mais significativas têm recorrido à blindagem dos seus estatutos, para prevenir OPAs.

III. A Bélgica dotou-se, em 2-Mar.-1989, duma lei sobre a posse de títulos e sobre OPAs. Além de múltiplos deveres de comunicação e de informação, estabeleceu-se, em certos casos, a obrigatoriedade de OPAs totais. Os projectos de concentração industriais são favorecidos, enquanto os *raids* puramente financeiros são contrariados. O episódio da OPA de Carlo di Benedetti sobre a Société Générale, de 1988, foi a causa próxima de tal regulamentação.

IV. Em França, o ponto de partida para a regulamentação existente é constituído pela instituição da COB ou *Comission des Operations de Bourse*, em 1967. As primeiras OPAs apareceram, aí, em 1960, com picos nos anos 70 e após 1986, altura em que foi suprimida a hipótese de proibição, pelo Governo, das ofertas consideradas inconvenientes. Inicialmente, as regras eram aprovadas pela COB. A Lei n.º 89-531, de 2-Ago.-1989, relativa à segurança e à transparência do mercado mobiliário, veio trazer a matéria para o campo das fontes do Direito oficiais. O COB recebeu, então, o

poder legal necessário para seguir as operações, desde o anúncio preliminar até à oferta em si.

V. Finalmente, também a Itália tem vindo a dotar-se de textos legislativos relativos a OPA: por último, a Lei de 18-Fev.-1992, n.º 149, relativa à “disciplina das ofertas públicas de venda, subscrição, aquisição e troca de títulos”. O diploma procura a defesa do accionista, contra eventuais abusos. Além das mais diversas regras, estabelece-se um poder de acompanhamento e de fiscalização por parte da CONSOB — *Commissione nazionale società e borsa* <sup>(2)</sup>.

### § 3.º O PAPEL DAS OPA NO DIREITO MOBILIÁRIO

I. A consideração das experiências estrangeiras mostra que as OPA não surgem como uma figura essencial, no Direito mobiliário.

Não obstante, elas têm uma dinâmica muito acentuada, constituindo, inquestionavelmente, um pólo próprio e autónomo. A opinião pública, em diversos países, tem sido alertada para o Mercado de Valores Mobiliários e para o seu Direito, através de notícias relativas a OPAs espectaculares.

II. Em abstracto, podemos considerar, dentro do espaço europeu, duas grandes áreas: o Norte, com esquemas auto-regulativos e um mercado tranquilo e o Sul, com intensa intervenção

---

<sup>(2)</sup> Sobre toda esta matéria: GIUSEPPE NICCOLINI, *Offerta pubblica di acquisto (OPA)*, ED XXIX (1979), 766-772, JEAN PIERRE BERTREL/MICHEL JEANTIN, *Acquisitions et fusions des sociétés commerciales* (1991), STEFANO MOGINIALES-SANDRO MUNARI, *L' "affaire Perrier" / La regolamentazione del mercato finanziario e la nuova disciplina delle offerte pubbliche in Francia / Ricerche e materiali di studio*, 2ª ed. (1991), ANGELO DE BLASLO, *La legge italiana sulle OPA e le normative europee ed USA* (1994), GIUSEPPE ZADRA, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, 2ª ed. (1995) e PAOLO MONTALENTI, *Le offerte pubbliche do acquisto / Le fattispecie obbligatorie* (1995). Outra bibliografia -designadamente a alemã - pode ser confrontada em MENEZES CORDEIRO, *Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa*, ROA, 1994, 761-777, a completar, por último, com HEINZ-DIETER ASSMANN, *Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote / Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission*, AG 1995, 563-572.

legislativa e OPAs tempestuosas. No espaço anglo-americano, os Estados Unidos distinguem-se por múltiplas — embora liberais — intervenções legislativas, assim contrapostas a uma auto-regulamentação britânica típica.

III. A experiência portuguesa distingue-se pela presença duma regulamentação pormenorizada, precisa e em contínuo aperfeiçoamento. Num fenómeno tipicamente nacional, documentado nas mais diversas áreas, o País dispõe duma lei notável — o CódMVM — um tanto inexplicada pelo mercado, bastante tímido <sup>(3)</sup>.

De todo o modo, a situação é excelente, para a análise científica.

## II — O PROCESSO DAS OPA

### § 4.º A ÍNDOLE FUNCIONAL DO CÓDMVM

I. O CódMVM regula, no seu Título IV — artigos 523.º a 606.º —, as *ofertas públicas de transacção*. Reparte-se esse Título em dois capítulos relativos, respectivamente, a *ofertas públicas de aquisição* — artigos 523.º a 584.º — e a *ofertas públicas de venda* — artigos 585.º a 606.º.

Na presente intervenção, estão em causa as OPA, sem prejuízo da consideração de matéria pertinente relativa a outros institutos.

II. O Capítulo relativo às OPA reparte-se por 9 secções, assim concebidas:

*Secção I* — Disposições gerais — artigos 523.º a 533.º;

*Secção II* — Do anúncio preliminar da oferta — artigos 534.º a 537.º;

*Secção III* — Do registo da oferta — artigos 538.º a 544.º;

---

<sup>(3)</sup> Quanto à bibliografia portuguesa, além dos escritos referidos na nota 1, cite-se AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *OPA / Da oferta pública de aquisição e seu regime jurídico* (1995, mas correspondente a um trabalho académico apresentado em 1992, com pequenas alterações).

*Secção IV* — Dos documentos de oferta — artigos 545.º a 557.º;

*Secção V* — Da revisão da oferta — artigos 558.º a 560.º;

*Secção VI* — Das ofertas concorrentes — artigos 561.º a 566.º;

*Secção VII* — Das restrições às transacções — artigos 567.º a 569.º;

*Secção VIII* — Da aceitação da oferta e da execução da operação — artigos 570.º a 574.º;

*Secção IX* — Disposições diversas — artigos 575.º a 584.º.

III. Há duas grandes técnicas possíveis, no tocante à sistematização a dar a uma lei <sup>(4)</sup>:

— técnica dogmática;

— técnica funcional.

A *técnica dogmática* leva o legislador a conformar uma lei de acordo com vectores teóricos e científicos. O exemplo, por excelência, dum diploma sistematizado, em consonância com esta técnica, é o do Código Civil.

A *técnica funcional* conduz a que o legislador ordene os seus diplomas de acordo com exigências pragmáticas, seguindo o desenvolvimento, na vida real, do instituto que regule: tal sucede com o Código de Processo Civil, ordenado de acordo com a marcha do processo.

Como derivativo, encontramos ainda a *técnica mista*. Desta feita, o diploma obedece, em simultâneo, a preocupações científicas e pragmáticas. Por um lado, isola princípios gerais e segue a via da sua concretização, sendo (neste sentido) dogmático; por outro, ele acompanha o andamento prático das matérias que regula. Exemplo de técnica mista será, precisamente, o CódMVM <sup>(5)</sup>.

---

<sup>(4)</sup> Cf. MENEZES CORDEIRO, *Da sistematização das leis como problema de política legislativa*, Legislação / Cadernos de Ciência de Legislação 6 (1993), 7-24 (18 ss.).

<sup>(5)</sup> MENEZES CORDEIRO, *Da sistematização cit.*, 19.

IV. A índole funcional do CódMVM, no tocante a OPA, permite isolar uma primeira directriz importante no tocante à interpretação do diploma.

A intenção normativa fundamental do CódMVM não foi a do preenchimento perfeito de figuras dogmáticas pré-estabelecidas pela Ciência do Direito. Pelo contrário: *a lei pretendeu, em termos de equilíbrio pragmático, levar a bom porto as operações nela reguladas, independentemente de formalidades teóricas.*

Noutros termos: a (in)observância da lei deve ser aferida *pelo prisma das perturbações que possa haver na função atribuída aos institutos presentes.*

## § 5.º A MARCHA DA OPA; AS IRREGULARIDADES PROCESSUAIS

I. Em termos sintéticos, podemos considerar que o CódMVM regula o andamento duma OPA em 5 fases. São elas:

- 1.ª Fase do anúncio preliminar;
- 2.ª Fase da oferta;
- 3.ª Fase da revisão da oferta / ofertas concorrentes;
- 4.ª Fase da aceitação;
- 5.ª Fase da execução.

A terceira fase é eventual; as restantes são necessárias.

II. *A fase do anúncio preliminar* inicia-se com a sua comunicação à sociedade visada, à CMVM e à bolsa ou bolsas em que os valores em causa sejam admitidos. O anúncio deve, depois, ser publicado — artigo 534.º.

O anúncio deve ter um determinado conteúdo mínimo — artigo 535.º — devendo o órgão de administração da sociedade visada entregar ao oferente e à CMVM os seus comentários sobre a oferta — 536.º.

A CMVM pode ordenar a rectificação do anúncio preliminar — artigo 537.º.

III. A *fase da oferta* inicia-se com o registo prévio da operação — artigos 538.º e seguintes. O registo deve ser requerido até 20 dias após a publicação do anúncio — 534.º/3.c) — devendo ser instruído com múltiplos documentos — 539.º — entre os quais os projectos do anúncio de lançamento e da nota informativa, abaixo referidos. A CMVM verificará a conformidade da oferta com a lei, podendo conceder o registo ou recusá-lo, nos casos previstos — artigos 543.º e 542.º; para tanto, disporá, em regra, de 15 dias — artigo 541.º/2. Os projectos de anúncio de lançamento e de nota informativa devem, ainda, ser enviados à entidade visada — 540.º — a qual deve elaborar um relatório com a sua opinião, em 8 dias.

Efectuado o registo, surge o *anúncio do lançamento*, com determinados elementos — artigo 546.º — o qual deve ser acompanhado duma nota informativa — artigo 547.º.

A publicação deste anúncio concretiza a oferta, a qual se manterá por um prazo de 30 a 40 dias, em princípio — 552.º.

IV. Nos primeiros 2/3 do prazo da oferta, o oferente pode proceder à *revisão da oferta*, desde que num sentido mais favorável para os destinatários, mas apenas uma vez — 558.º — salvo havendo oferta(s) concorrentes(s), altura em que pode haver novas revisões. A revisão ocasiona novas actuações junto da CMVM.

Até ao dia anterior àquele em que termine o prazo da oferta inicial, podem ser lançadas *ofertas concorrentes* — artigo 561.º. Estas devem ser precedidas por anúncio preliminar, por registo de lançamento da oferta, em termos similares aos da oferta propriamente dita, mas com redução dos prazos — 563.º.

V. A *fase da aceitação* concretiza-se por ordens de venda, a emitir pelos destinatários — 570.º/1. As aceitações daí resultantes podem, contudo, ser revogadas até 5 dias antes do termo do prazo da oferta.

VI. A *fase da execução* postula a liquidação das transacções e/ou a devolução de valores depositados — artigo 574.º. O processo só se encerra quando esteja consumada a titularidade plena e totalmente eficaz das acções adquiridas pelo oferente e o paga-

mento do preço aos alienantes. *Há, pois, que verificar, à luz dos estatutos da sociedade visada, quando fica concluída a operação.*

VII. A sequência analisada deve ser entendida como um processo em sentido próprio, isto é: uma sequência ordenada de actos tendentes à obtenção dum fim.

As fases apontadas são necessárias, com excepção da terceira, puramente eventual. Assim, não será de encarar uma OPA em que, pura e simplesmente, tenha faltado alguma das apontadas fases.

Em compensação, no tocante aos diversos actos que integrem cada uma das fases, não se vê que se deva ser mais exigente do que com o próprio processo judicial. Recorde-se que, nos termos do artigo 201.º do Código de Processo Civil, as irregularidades processuais só produzem nulidade:

- quando a lei o declare ou
- quando a irregularidade possa influir no exame ou na decisão da causa.

Trata-se dum critério operacional no caso do processo da OPA.

### III — ASPECTOS SUBSTANTIVOS DA OPA

#### § 6.º PRINCÍPIOS GERAIS

I. Para além das regras de tipo mais marcadamente procesual, encontramos, no regime da OPA, aspectos substantivos directos. Estão nessas condições alguns vectores que a própria lei chama “disposições gerais”.

II. De entre essas disposições gerais, cumpre sublinhar o artigo 526.º do CódMVM, epigrafado *liberdade de realização de ofertas públicas de aquisição*. Diz o preceito:

*Sem prejuízo do cumprimento das condições estabelecidas no presente diploma e em legislação especial a que, por virtude da sua natureza ou condições, se encontre sujeita, a*

*realização de ofertas públicas de aquisição é livre, não dependendo de autorização administrativa.*

III. Há diversas exceções a este princípio de liberdade. Desde logo se referem hipóteses de obrigatoriedade de ofertas públicas de aquisição. De igual modo, em certos sectores está consignada a necessidade de autorização administrativa.

Tudo isto, porém, não deve induzir em erro de perspectiva, de modo a transformar em regra aquilo que a lei fixa como excepção. A OPA é uma operação *essencialmente livre* e não uma *excepção tolerada*. Trata-se duma decorrência da economia de mercado e da própria existência dum mercado mobiliário. Para além de uma directriz fundamental em matéria de regime, o princípio da liberdade de realização de ofertas públicas tem, aindam dois corolários básicos:

- indica (ou confirma) que toda esta matéria pertence, genericamente, ao Direito privado: os operadores são norteados por vectores de liberdade e de igualdade, por oposição a competência/autorização e a *ius imperii*;
- traduz um vector ético que deverá estar sempre presente nos pré-entendimentos relativos às decisões a tomar: a OPA traduz um (mero) apelo à liberdade dos accionistas; estes carecem de informação, mas não de tutelas; daí que não se deve ver nada de ofensivo no lançamento duma OPA a qual visa, justamente, nobilitar o mercado mobiliário; eticamente, uma OPA merece respeito e não despeito.

III. Segue-se o importante *princípio da igualdade* ou do igual tratamento. Trata-se dum princípio com uma dupla projecção:

- ele implica que a oferta se dirija a todos os titulares dos valores mobiliários que ela vise — artigo 532.º/1;
- ele requer que todos os destinatários sejam, depois, tratados por igual — artigo 532.º/3.

Este princípio recorta-se, em parte, no anterior. Com efeito, o interessado em tomadas de sociedades poderia negociar, apenas, com uma parte dos seus accionistas, ao abrigo da autonomia pri-

vada. Justamente, é essa a eventualidade que a exigência de OPAs visa prevenir.

IV. O *princípio do sigilo*, projecção de especial proibição do *insider trading*, surge, a propósito de OPAs, com ênfase, no artigo 532.º/5 do CódMVM. Ele está, aliás, disseminado por todo o Código e goza de especial tutela sancionatória.

V. Finalmente, cumpre referir o princípio da *razoabilidade económica*. Uma OPA é, sempre, uma operação demorada e complexa, que implica uma grande mobilização humana e material, quer para acatar toda a sua fase processual, quer para cumprir as exigências de fundo e, designadamente, o pagamento do preço. Temos de partir do princípio que o legislador só a impõe com bons motivos e, designadamente, quando as vantagens por ela prosseguidas valham, com clareza, os seus custos.

Quando isso não suceda, a razoabilidade económica imporá a *dispensa da oferta* de aquisição: é o que resulta do artigo 529.º/1,f), do CódMVM. Este princípio assume importância interpretativa. Na verdade, o CódMVM não deve ser tomado como um valor em si mesmo, designadamente em múltiplas regras processuais e instrumentais que contém. A sua aplicação deve ser temperada pela razoabilidade: quando se mostrem salvaguardados os valores fundamentais do mercado mobiliário, para quê insistir em aplicações formais que apenas prejudiquem os agentes e o mercado?

## § 7.º OS DEVERES DO OFERENTE

I. Em termos substantivos, uma OPA origina direitos e deveres para as pessoas que neles intervenham.

Trata-se duma matéria que pode ser comodamente seguida através dos deveres que, pela OPA, incumbem ao oferente.

II. A oferta pública quando lançada, deve satisfazer determinadas características no tocante ao seu conteúdo, tal como resulta do artigo 546.º do CódMVM; antigamente relevava, também, o artigo 309.º do CSC, hoje revogado pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro.

Os deveres do oferente vão-se desenvolvendo à medida que progride o processo.

Assim, publicado o *anúncio preliminar*, nascem, fundamentalmente, três deveres para o oferente — artigo 534.º/3:

- o de lançar a oferta, salvo desistência nos termos do artigo 576.º/1;
- o de o fazer em condições não menos favoráveis do que as constantes do anúncio preliminar;
- o de requerer o registo do lançamento, providenciando a tramitação subsequente.

Seguem-se diversos deveres instrumentais, como o de rectificar o anúncio, caso a CódMVM o determine — 537.º/1.

III. O anúncio do lançamento, por seu turno, surge como a oferta propriamente dita. Ele deve vir acompanhado duma nota informativa, com a informação referida no artigo 547.º.

O oferente deve publicar ambos esses elementos — artigo 556.º — bem como, eventualmente, a informação complementar — 557.º.

Quando a oferta tenha resultado positivo, o oferente deve liquidar as transacções efectuadas — 574.º/1.

## § 8.º OS DEVERES DA SOCIEDADE VISADA

I. As sociedades visadas por OPA incorrem, também, em deveres. Trata-se duma situação explicável em função do valor que, para o ordenamento, representa o mercado de valores mobiliários. Na verdade, compreende-se que a entidade oferente, que agiu voluntariamente, se constitua em deveres. Já a sociedade visada, que pode ser alheia à ocorrência e, até, discordar frontalmente dela, só pode ficar vinculada em nome dos interesses do mercado.

II. As vinculações da sociedade visada são, essencialmente, de duas naturezas:

- deveres de informação;
- deveres de lealdade.

Os *deveres de informação* têm a ver com a necessidade de esclarecer cabalmente os accionistas eventualmente interessados em vender, no âmbito da OPA. Estão em causa os comentários ao anúncio preliminar — artigo 536.º — e o relatório do órgão de administração da sociedade visada, com o conteúdo referido no artigo 553.º.

III. Os *deveres de lealdade* prendem-se com a actuação da sociedade visada, durante o período da OPA.

Como se viu, feito o anúncio preliminar, a oferente fica vinculada ao lançamento. Feito o lançamento, ela terá de manter a proposta, até final. Os prazos — mercê da delicadeza da matéria — são longos.

Durante todo esse período, fácil seria, à sociedade visada, modificar o conteúdo económico das posições societárias em jogo na OPA. *A lealdade manda que tal não suceda*: como contrapartida da situação de vinculação à compra em que se coloca o oferente, *surge um dever de não deteriorar as posições a adquirir*.

IV. O CódMVM concretizou alguns dos deveres de lealdade através da norma do artigo 575.º, relativo às limitações dos poderes de administração da sociedade visada. Fê-lo nos seguintes termos <sup>(6)</sup>:

1 — Após o recebimento do anúncio preliminar e até à publicação do resultado da oferta ou, se for o caso, até à cessação, em momento anterior, e qualquer que seja a causa, do respectivo processo, o órgão de administração da sociedade visada não poderá, salvo autorização específica de assembleia geral concedida durante esse período, praticar quaisquer actos que não se reconduzam à gestão normal da sociedade visada e que, pela sua natureza ou condições especiais, possam afec-

---

<sup>(6)</sup> Redacção dada pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, o qual, no corpo do n.º 1 citado, substituiu "... convocada para esse efeito ..." por "... concedida durante esse período ...".

tar de modo relevante o êxito da oferta ou os objectivos e intenções anunciados pelo oferente, nomeadamente:

- a) Emitir acções ou obrigações convertíveis em acções;
- b) Emitir obrigações ou outros valores mobiliários, ou celebrar contratos, que dêem direito à subscrição de acções ou à sua aquisição a qualquer título;
- c) Alienar ou ceder a exploração de um sector ou parcela significativa do património social, ou celebrar contratos promessa para esse fim;
- d) Alienar ou adquirir participações sociais importantes, ou celebrar contratos promessa de alienação ou aquisição de tais participações;
- e) Realizar operações de fusão ou cisão, ou celebrar acordos para esse efeito.

2 — Exceptuam-se do disposto no número anterior os actos praticados em cumprimento de uma obrigação comprovadamente assumida antes da data em que a sociedade visada haja tomado conhecimento da intenção do oferente de lançar a oferta.

3 — A CMVM pode, a solicitação do órgão de administração da sociedade visada, e com audiência prévia do oferente, sempre que a julgue conveniente, autorizar a prática dos actos referidos no n.º 1 quando os considere necessários para a oportuna defesa ou realização de interesses relevantes e inadiáveis da sociedade.

IV. Os deveres de informação e de lealdade aqui presentes, a cargo da entidade oferente, são, no fundo, concretizações do princípio da boa fé (7). Os preceitos legais referidos surgem, pois, como meras exemplificações. Além disso, não estão em causa, apenas, actuações do conselho de administração, mas da própria sociedade, envolvendo a assembleia.

Não faria sentido, por exemplo, admitir que o oferente ficasse vinculado a uma OPA anunciada, enquanto a sociedade vinculada pudesse, em assembleia geral — possivelmente até controlada por uma minoria — reduzir os poderes das acções pretendidas adqui-

---

(7) Cf. JOSÉ MIGUEL JÚDICE e outros, *OPA* cit., 217.

*rir. A boa fé exige que a própria assembleia geral respeite um valor que já vincula o oferente* <sup>(8)</sup>.

#### IV — AS OPA OBRIGATÓRIAS

##### § 9.º A OBRIGATORIEDADE DE RECORRER A OPA; A) A OPA PARCIAL

I. A OPA é, como se viu, de raiz, facultativa. Porém, em certos casos, a lei pode torná-la obrigatória.

O Código das Sociedades Comerciais dispunha, no seu artigo 313.º, situações nas quais tal obrigatoriedade surgia. O Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, que revogou, entre outros, aquele preceito do CSC, transferiu o seu dispositivo para o artigo 527.º do CódMVM. Dispõe este artigo:

##### Artigo 527.º

##### **Obrigatoriedade da oferta pública de aquisição**

1 — Salvo nos casos do artigo 528.º-A ou de dispensa concedida ao abrigo do artigo 529.º, qualquer pessoa singular ou colectiva que pretenda adquirir valores mobiliários da natureza dos indicados no n.º 1 do artigo 523.º, emitidos por uma sociedade de subscrição pública, deverá lançar uma oferta pública de aquisição sempre que:

- a) Já detenha, nos termos do artigo 530.º, valores que lhe assegurem mais de metade, mas menos de dois terços, dos direitos de voto correspondentes ao capital da sociedade visada e pretenda adquirir, em cada ano civil, valores que lhe atribuam mais de 3% des-

---

<sup>(8)</sup> JOSÉ MIGUEL JÚDICE e outros, *OPA* cit., 220, mostram-se favoráveis a "... uma linha possível de evolução das normas sobre limitação dos poderes da sociedade visada" que atinja os próprios poderes da assembleia. Pode-se ir mais longe: na medida em que esteja em causa a boa fé, tais limitações são Direito vigente aplicável, independentemente de qualquer evolução.

ses direitos, ou, em qualquer momento, valores que, adicionados aos que na altura devam considerar-se como pertencendo-lhe por força do mesmo artigo lhe confirmam dois terços ou mais de dois terços dos mesmos direitos;

- b) Ou os valores a adquirir, por si sós ou somados aos que já detenha nos termos do artigo 530.º lhe assegurem mais de metade dos votos correspondentes ao capital da sociedade visada;
- c) Ou, não se verificando nenhuma das situações previstas nas alíneas anteriores, os valores que pretenda adquirir, por si sós ou somados aos adquiridos por ela própria, bem como, se for o caso, aos adquiridos por terceiros e que devam considerar-se como pertencendo-lhe por força do artigo 530.º, desde 1 de Janeiro do ano civil anterior, lhe atribuam mais de 20% dos votos correspondentes ao capital da sociedade visada.

2 — Nos casos das alíneas *a)* e *c)* do número anterior, a oferta pública de aquisição poderá ter por objecto, sem prejuízo do estabelecido no n.º 3 do artigo 523.º, a quantidade que o interessado pretenda efectivamente adquirir de todas ou apenas de alguma ou algumas das espécies de valores mobiliários indicadas no n.º 1 daquele artigo ou das categorias em que as mesmas se desdobrem.

3 — Nos casos da alínea *b)*, a oferta será obrigatoriamente geral, regendo-se pelo disposto no artigo seguinte.

II. O antigo artigo 313.º do CSC era complementado pelo, hoje também revogado, artigo 314.º do mesmo diploma. Hoje, há que lidar, em sua substituição, com o artigo 530.º do CódMVM, que explicita quais os valores que devem ser contados como pertencendo ao oferente, para efeitos de cálculo dos limites do artigo 527.º.

III. A hipótese de oferta pública de aquisição referenciada nestes preceitos reporta-se, apenas, às acções que, concretamente,

se queira adquirir. Poderemos, assim, falar aqui de OPA parcial, para contrapor às OPAs gerais, abaixo referidas.

A obrigatoriedade aqui prevista tem, essencialmente, dois objectivos em vista (<sup>9</sup>):

- defender os interesses dos accionistas minoritários;
- proteger a transparência do mercado mobiliário.

A aquisição das posições privilegiadas previstas no artigo 527.º do CódMVM confere — ou pode conferir — ao adquirente uma posição de predominância mais ou menos marcada na sociedade. Os *accionistas minoritários* terão, de futuro, de contar com tal posição. Havendo OPA, eles terão, por igual, a possibilidade de alienar acções, desprendendo-se — ou podendo fazê-lo — duma sociedade que já não lhes interesse mais. Paralelamente, os accionistas minoritários teriam, perante uma OPA, tantas possibilidades de facturar mais-valias quantas as dos projectados alienantes.

IV. A transparência do mercado mobiliário é assegurada pelas OPAs. Na verdade, esta dá lugar — ou pode dar — a uma grande circulação de acções, de tal modo que se perde o contacto entre o comprador e os vendedores. Tornam-se, assim, inviáveis negócios simulados, negócios aparentes e negócios fiduciários, com ou sem recurso a denominados “testas de ferro”. Também o pagamento oculto de mais-valias — “luvas”, “comissões” ou prémios não declarados — ficará inviabilizado.

## § 10.º CONTINUAÇÃO; B) OPA GERAL

I. Na hipótese da OPA parcial, o CMVM limitou-se, como foi visto, a acolher, complementando-o, o esquema que vinha já do CSC e que viria a ser revogado em 1995. No seu artigo 528.º, ele foi, porém, mais longe, prevendo, em certos casos, uma obrigatoriedade de lançamento de uma oferta geral.

---

(<sup>9</sup>) Cf., também, ANTÓNIO CAEIRO, *As acções no projecto de Código das Sociedades*, RNot 1986, 219-234 (229).

Apesar de extenso, trata-se dum preceito em si mesmo eloquente, em termos que justificam a sua transcrição, tanto mais que, formalmente, a sua redacção foi bastante alterada pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro:

### Artigo 528.º

#### **Obrigatoriedade de lançamento de uma oferta geral**

1 — Nos casos da alínea *b*) do n.º 1 do artigo anterior, os interessados deverão lançar, nos termos do presente artigo, uma oferta pública de aquisição sobre todas as acções e demais valores mobiliários mencionados no n.º 1 do artigo 523.º, emitidos pela sociedade visada, e que lhes sejam apresentados para o efeito dentro do prazo da oferta.

2 — Salvo nos casos do artigo 528.º-A ou de dispensa concedida ao abrigo do artigo 529.º, ficam igualmente obrigados a lançar uma oferta geral de aquisição nos termos deste artigo as pessoas singulares ou colectivas que, após a data de entrada em vigor do presente diploma, venham a deter, por qualquer forma que não seja uma oferta geral de aquisição lançada em cumprimento do número precedente, valores que, por si sós ou adicionados, se for o caso, aos que devam considerar-se como pertencendo-lhe nos termos do artigo 530.º, lhes confirmam mais de metade dos votos correspondentes ao capital da sociedade em causa.

3 — A publicação do anúncio preliminar da oferta pública de aquisição referida no número anterior deverá ter lugar nos 30 dias imediatos ao da verificação do facto que constitui o adquirente na obrigação de lançar a oferta.

4 — Caso seja pedida dispensa da realização da oferta pública de aquisição prevista no n.º 2, a CMVM pode prorrogar o prazo estabelecido no n.º 3 até ao 5.º dia subsequente ao da notificação aos interessados da decisão tomada sobre esse pedido.

5 — A oferta pública de aquisição referida no n.º 2 pode ser substituída por oferta lançada por qualquer ou quaisquer das demais pessoas referidas no n.º 1 do artigo 530.º, desde

que efectuada em condições pelo menos equivalentes àquelas a que o oferente está obrigado.

6 — Na oferta geral de aquisição, a contrapartida da oferta, relativamente a cada espécie ou categoria de valores por ela envolvidos, será obrigatoriamente em dinheiro ou acompanhada de uma alternativa em dinheiro, que não poderá fixar-se em quantia inferior ao mais alto dos seguintes montantes:

- a) O equivalente à contrapartida em valores mobiliários que for eventualmente proposta;
- b) O maior preço pago pelo oferente, ou por qualquer das pessoas referidas no artigo 314.º do Código das Sociedades Comerciais e no artigo 530.º do presente diploma pela compra de valores mobiliários da mesma natureza e categoria, nos 12 meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta;
- c) A cotação média ponderada desses valores durante o mesmo período;
- d) Não se tratando de valores cotados, ou não se tornando possível apurar a referida cotação média, ou, ainda, não sendo esta representativa por falta de liquidez e de frequência e regularidade de transacções dos valores em causa, o montante determinado, a expensas do oferente, por um perito qualificado e independente, que a CMVM designará quando entenda que a contrapartida em dinheiro ou em valores mobiliários, proposta pelo oferente, não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa.

II. Tratou-se, aquando da sua consagração, em 1991, dum esquema inovador<sup>(10)</sup>, destinado a proporcionar uma melhor defesa dos accionistas minoritários.

Na verdade, a aquisição de mais de 50% das acções de determinada sociedade irá conduzir a uma posição de domínio, por

---

(10) Cf. MIGUEL JÚDICE e outros, *Ofertas públicas de aquisição* cit., 38 ss.

parte do adquirente. A procura, na bolsa, das acções da entidade visada poderá baixar, uma vez que deixará de haver concorrência na busca de melhores posições, com vista a influenciar a gestão social. O accionista dominante poderia, assim, vir a comprar as acções por um preço inferior.

Para evitar tal prejuízo aos accionistas minoritários, a lei impõe, então, a OPA geral, de tal modo que todo o interessado tenha a possibilidade de se desfazer das suas acções, pelo mesmo preço.

Além deste aspecto, funcionam aqui as causas justificativas apontadas para a OPA parcial.

III. A lei é muito clara ao exigir, no artigo 528.º/1 do CMVM, para a obrigatoriedade de lançamento duma OPA geral, uma pretensão de adquirir acções que "... lhe confirmam mais de metade dos votos correspondentes ao capital da sociedade em causa ...". Uns "meros" 50% não exigem, pois, a OPA geral.

## § 11.º AS DERROGAÇÕES À OBRIGATORIEDADE DA OPA E A DISPENSA

I. Os valores prosseguidos pelas OPAs obrigatórias, acima examinados, traduzem vantagens possibilitadas por este esquema aquisitivo. Mas há, também, desvantagens, que marcam balizas interpretativas dos preceitos em jogo. Assim:

- o dispêndio de recursos;
- a perturbação na gestão da sociedade visada;
- a perda de determinados negócios.

Uma OPA, por simples que se apresente, traduz, como já foi referido, sempre uma *operação dispendiosa, em termos financeiros e humanos*. Ela surge como um custo burocrático, não produtivo, que qualquer empresa procuraria, legitimamente, evitar, em nome duma boa gestão.

Uma OPA tende, sempre, a ser *demorada*. Assim, desde o seu lançamento e até ao seu epílogo, pairará sobre a sociedade visada uma incógnita que, pela ordem geral das coisas, perturbará a sua

gestão. Aliás, na pendência de determinadas OPAs, há mesmo actos que são pura e simplesmente vedados ao conselho de administração respectivo — cf. o artigo 575.º do CMVM —, numa regra que se poderá estender, pela interpretação, à própria assembleia geral.

Por fim, a exigência de OPA poderá, pura e simplesmente, impedir a conclusão de certos negócios, em si legítimos e inteiramente lícitos. A compra dum preciso lote de acções seria impossibilitada pela OPA: aí, todos poderiam oferecer acções, de tal modo que o lote adquirido, no fim, não corresponderia àquele preciso lote que se pretendia. Ora nem sempre as acções são fungíveis: há elementos que dependem da pessoa dos seus titulares e que podem — licitamente, entenda-se — relevar para o negócio.

II. Consciente das desvantagens referenciadas — as quais podem, em concreto, suplantam as vantagens — o CSC vinha admitir, em determinadas circunstâncias, a dispensa da OPA parcial. A matéria vinha regulada no seu artigo 313.º/4, hoje revogado: o Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, veio concentrá-la no CódMVM.

O artigo 313.º/4 do CSC era bastante estreito. Assim, podemos considerar que o seu dispositivo foi alargado e precisado, pelo artigo 529.º do CódMVM, na sua versão original.

O esquema foi integralmente revisto pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro. Provavelmente, o legislador terá ponderado os diversos problemas suscitados pela aquisição de 50% do capital social do Banco Totta e Açores, SA, numa operação que, sendo considerada, pelo então Governo, como de interesse nacional, não parecia ir obter a dispensa, por parte da Comissão do MVM. Recorde-se que, nesse caso, tratava-se de adquirir uns precisos 50%, que se encontravam, irregularmente, em titularidade estrangeira: qualquer OPA inviabilizaria a operação (salvo a geral). Procurou-se, assim, um esquema mais aperfeiçoado.

III. O dispositivo, hoje vigente, deriva da reforma introduzida pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, que distingue:

- derrogações à obrigatoriedade — artigo 528.º-A;
- dispensa de oferta de aquisição — artigo 529.º.

Em traços muito largos, poderemos considerar que as derrogações são automáticas, isentando os interessados da OPA. A dispensa implica uma decisão da Comissão MVM, a decidir caso a caso, mediante as valorações competentes.

IV. As hipóteses de derrogação constam das diversas alíneas do artigo 528.º-A/1, do CódMVM, assim concebido:

1 — O disposto nos artigos 527.º e 528.º não se aplica quando a obrigatoriedade do lançamento da oferta pública de aquisição, parcial ou geral, resulte:

- a) Da aquisição de valores mobiliários por herança ou legado;
- b) Da aquisição de valores mobiliários no exercício de direitos de preferência estipulados para a respectiva transmissão no contrato de sociedade a favor de todos os accionistas;
- c) Da redução do total dos direitos actuais e potenciais de voto correspondentes aos valores emitidos pela sociedade, com o conseqüente aumento relativo da participação do interessado nesse total, em virtude da extinção, pelo decurso do prazo em que deveriam ser exercidos, de direitos de conversão, ou de direitos de subscrição ou aquisição de acções, inerentes a obrigações convertíveis em acções e a obrigações ou outros valores mobiliários que dêem direito a essa subscrição ou aquisição;
- d) Da aquisição de acções, directa ou indirectamente, em processo de privatização;
- e) Da aquisição por uma sociedade de valores detidos por outra sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo ou que seja dominada por uma terceira sociedade que domine igualmente a sociedade adquirente;
- f) Da aquisição de acções, de obrigações convertíveis em acções ou de obrigações ou outros valores mobiliários que dêem direito à subscrição de acções ou à sua aquisição a qualquer outro título, no exercício de direitos de preferência inerentes a valores mobiliários.

rios de que o interessado e as demais pessoas referidas no artigo 530.º sejam titulares, ou que aos mesmos valores hajam sido atribuídos por legislação especial, desde que a subscrição ou aquisição se limite à parte que proporcionalmente competir aos valores detidos;

- g) Da subscrição ou compra, por intermediário financeiro, de quaisquer valores mobiliários, em consequência da falta da sua subscrição ou compra pelos destinatários de oferta pública de subscrição ou de oferta pública de venda sobre eles lançada, quando o intermediário tenha, no primeiro caso, tomado firme esses valores para subscrição indirecta ou, em qualquer dos casos, haja garantido a sua colocação;
- h) De operações de fusão ou cisão de sociedades, como consequência necessária dos termos em que as mesmas foram aprovadas pelos accionistas, desde que no projecto de fusão ou cisão submetido às assembleias gerais das sociedades em causa tenha sido devidamente explicitado que da operação resultará ou poderá resultar, para um ou mais accionistas devidamente identificados, percentagem de votos igual ou superior aos limiares que, nos termos dos artigos 527.º e 528.º, determinam a obrigatoriedade do lançamento de uma oferta pública de subscrição, parcial ou geral.

Surgem, ainda, diversas outras precisões, tendo a Comissão MVM recebido poderes para regulamentar determinados aspectos — artigo 528.º-A/3 <sup>(11)</sup>.

V. Por seu turno, a dispensa de OPA, parcial ou geral, pode ser decidida nos casos predispostos no artigo 529.º, nos seguintes termos:

1 — Pode ser dispensado o cumprimento do disposto nos artigos 527.º e 528.º quando a obrigatoriedade do lançamento

---

<sup>(11)</sup> Foi, assim, aprovado o Regulamento n.º 95/8, de 23 de Novembro.

por qualquer pessoa de uma oferta pública de aquisição, parcial ou geral, resulte:

- a) Da aquisição em rateio ou rateios efectuados nos termos da alínea b) do n.º 2 do artigo 458.º do Código das Sociedades Comerciais de acções, de obrigações convertíveis em acções ou de obrigações ou outros valores mobiliários que dêem direito à subscrição de acções ou à sua aquisição a qualquer outro título, no exercício de direitos de preferência inerentes a valores mobiliários de que o interessado ou as demais pessoas referidas no artigo 530.º sejam titulares, ou que aos mesmos valores hajam sido atribuídos por legislação especial;
- b) Da aquisição pelo interessado, judicialmente ou extrajudicialmente, de valores mobiliários que lhe tenham sido dados em garantia de um crédito;
- c) Da aquisição de valores mobiliários através de doação sem encargos que se funde em razões estranhas à sociedade emitente desses valores e ao seu domínio;
- d) Da subscrição de valores mobiliários, ou da sua aquisição a qualquer outro título, no âmbito de uma operação destinada a prevenir a falência da sociedade e a promover a sua recuperação económica e financeira, desde que razoavelmente se demonstre que a operação projectada é adequada aos fins a que se destina e que foi, como tal, aprovada pelos accionistas;
- e) Da redução do total dos direitos actuais e potenciais de voto correspondentes aos valores mobiliários emitidos pela sociedade, com o conseqüente aumento relativo da participação do interessado nesse total, em virtude, nomeadamente, da aquisição de acções próprias pela sociedade ou da remissão ou amortização de determinadas acções, sem prejuízo do disposto na alínea c) do n.º 1 do artigo 528.º-A;
- f) De outros factos de natureza semelhante que tornem a obrigatoriedade da oferta iníqua para a pessoa singular ou colectiva que teria de lançá-la, desnecessária à adequada protecção dos interesses dos titulares

dos valores mobiliários que dela seriam objecto, ou, nas circunstâncias particulares do caso, contrária a esses interesses.

Os n.ºs 2 e 3, do artigo 529.º, faziam, ainda, algumas precisões:

2 — Nos casos da alíneas *a*) e *c*) do n.º 1 do artigo 527.º, a oferta pública poderá também ser dispensada pela CMVM quando a aquisição não tenha intuítos especulativos e a quantidade dos valores a adquirir não justifique, em si mesma, o lançamento da oferta ou não aumente de maneira relevante a influência do accionista na sociedade visada.

3 — A oferta pública prevista no n.º 2 do artigo 528.º poderá ainda ser dispensada, no caso de aquisição de participação indirecta, quando a obrigação de lançar a oferta resulte da aquisição de valores mobiliários emitidos por sociedade cujo objecto, contratual ou de facto, não seja predominantemente a gestão de participações sociais e a participação na sociedade visada não ultrapasse 30% do total do activo bruto daquela sociedade, constante no último balanço aprovado, ou ainda quando a aquisição da participação indirecta não se mostre determinante para a decisão da aquisição dos valores mobiliários em causa.

VI. Toda a chave das derrogações e, sobretudo, das dispensas, assenta na lucidez de critério da Comissão MVM. Quanto a estas últimas, regressemos ao artigo 529.º do CódMVM:

4 — Compete à CMVM conceder, a requerimento dos interessados, e com audiência prévia do órgão de administração da sociedade em causa, as dispensas previstas nos números anteriores.

5 — A CMVM deve recusar a dispensa sempre que:

- a*) Verifique que o facto ou situação que serve de fundamento à dispensa foi artificialmente criado com o intuito de evitar a obrigatoriedade da oferta pública de aquisição;

- b) Ocorram, no caso concreto, circunstâncias especiais que tornem indispensável o lançamento da oferta para defesa dos legítimos interesses e garantia da igualdade de tratamento dos titulares dos valores mobiliários em questão.

6 — Em casos em que isso se justifique, a CMVM pode sujeitar a dispensa a quaisquer condições que considere necessárias para assegurar a protecção dos interesses e a igualdade de tratamento dos titulares dos valores mobiliários a que a dispensa respeita.

7 — As decisões da CMVM serão sempre fundamentadas.

Uma Comissão prestigiada e competente é, pois, a peça básica de todo o regime.

## § 12.º CONTINUAÇÃO; OS PODERES DA COMISSÃO E O PROBLEMA DOS ACCIONISTAS MINORITÁRIOS

I. Os artigos 528.º-A e 529.º/1, do CódMVM, como se viu, consagram sucessivas hipóteses de derrogação e de dispensa, muito razoáveis e que o CSC não consignara, dando azo, com isso, a múltiplas dificuldades. Pense-se, por exemplo, nos casos de aquisição por herança ou legado — artigo 528.º-A/1 — e de aquisição ou subscrição no âmbito destinada a prevenir a falência da sociedade ou a promover a sua recuperação económica ou financeira — artigo 529.º/1,d).

Uma hipótese interessante de exclusão de obrigatoriedade de OPA, geral ou especial, é a do artigo 529.º/1,f), do CódMVM, na versão resultante do Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, semelhante, aliás, à alínea h) da versão inicial. Na verdade, esse preceito permite à Comissão MVM conceder a dispensa de OPA quando, da obrigatoriedade desta, resulte

*De outros factos de natureza semelhante que tornem a obrigatoriedade da oferta iníqua para a pessoa singular ou colectiva que teria de lançá-la, desnecessária à adequada protecção dos interesses dos titulares dos valores mobiliários*

*que dela seriam objecto, ou, nas circunstâncias particulares do caso, contrárias a esses interesses.*

II. A CMVM tem, aqui, uma autêntica cláusula geral de exclusão de OPA, que poderá usar mesmo nos casos mais inabituais — e, como tais, insusceptíveis de expressa previsão legal.

Por certo que deverá usar desta cláusula com a maior prudência. A ponderação dos valores que levaram a lei a estabelecer, em certos casos, OPAs obrigatórias é fundamental.

III. Como foi visto, o CódMVM, depois de, no seu artigo 529.º/1 e 2, ter, pela positiva, indicado as situações nas quais a Comissão MVM poderá conceder dispensa de OPA, veio, no artigo 529.º/5, acima citado, delimitar negativamente esse poder, ou seja: indicar ocorrências nas quais a Comissão deveria recusar a dispensa, mau grado a aparente verificação de alguma das cláusulas positivas elencadas no n.º 1 do preceito em jogo.

A hipótese referida na alínea *a)* do artigo 529.º/5 é de fácil interpretação: diz respeito, à proibição de aproveitamento do ilícito próprio e portanto: a uma concretização de ilicitude do abuso do direito, na modalidade do *tu quoque*.

Fica a alínea *b)* do artigo 529.º/5 do CódMVM a qual, por brevidade de enunciado, pode ser referida como “cláusula de protecção dos accionistas minoritários”. Cumpre passar à sua interpretação.

IV. O artigo 529.º/5,b), determina, como foi referido, que a CMVM deva recusar a dispensa de OPA sempre que

*Ocorram, no caso concreto, circunstâncias especiais que tornem indispensável o lançamento da oferta para defesa dos legítimos interesses e garantia de igualdade de tratamento dos titulares dos valores mobiliários em questão.*

Se este preceito for tomado à letra, a CMVM não poderá, na verdade, dispensar jamais qualquer OPA: basta ver que, na falta dela, os accionistas minoritários não terão a possibilidade de acorrer ao negócio pretendido o que é, só por si, uma desigualdade em relação aos vendedores dispensados, presentes no negócio.

Este ponto — que é fulcral — exige, como se calcula, um suplemento de reflexão.

V. O artigo 529.º/5, b), do CMVM não pode — segundo se julga — ser tomado à letra. Havendo dispensa de OPA, a igualdade entre os accionistas nunca pode ser garantida. Logo, o legislador acabaria, no artigo 529.º/5, b), por retirar o que dera nos números anteriores desse mesmo preceito: o poder, à CMVM, para dispensar OPAs.

Por exemplo, nas hipóteses do artigo 529.º/1, b), c) ou d) do CódMVM, teríamos, respectivamente, o seguinte:

- *a aquisição, pelo interessado, de valores dados em garantia de um crédito*: quando isso suceda, os valores a adquirir vão, muitas vezes, ser avaliados de acordo com o valor garantido, que só por acaso coincidiria com as cotações actuais; sendo superior, a dispensa não poderia ser concedida, por não haver igualdade de tratamento;
- *a aquisição por doação sem encargos*: aqui, por definição, faltaria a igualdade entre os accionistas: nunca a dispensa poderia ser concedida;
- *a aquisição ou subscrição de valores mobiliários, no âmbito de uma operação destinada a prevenir a falência da sociedade*: desta feita, a aquisição seria, quase pela certa, feita a um preço superior ao da cotação; nunca poderia ser admitida sem OPA, uma vez que a igualdade estaria em crise e isso mesmo que causasse o afundamento da empresa.

Teremos, assim, uma (aparente) *contradição de preceitos* que, segundo as boas regras, terá de ser resolvida através da *harmonização interpretativa possível*.

VI. O artigo 529.º/5, b), não exige uma igualdade à *outrance* entre os accionistas: tal igualdade será sempre sacrificada, em termos formais, por via das valorações especiais que levem a CMVM a dispensar a OPA, ao abrigo de alguma das alíneas do artigo 529.º/1 do CódMVM.

Que não haja, pois, dúvidas: a dispensa de OPA joga sempre contra a igualdade dos accionistas. Aliás, já assim sucederá

quando, por não se alcançar o patamar dos 20%, não se verifique, sequer, a necessidade de recorrer a uma OPA, mesmo parcial.

Porém, a igualdade entre os accionistas não é o único valor a ter em conta na Ordem Jurídica; tão-pouco será o único valor a que, legitimamente, a CMVM deverá atender. *Se fosse, as OPAs nunca poderiam ser dispensadas.*

O artigo 529.º/5,b), não pode ter uma aplicação absoluta, ou inutilizaria o número 1 do mesmo preceito. Mas também não pode ser, ele próprio, inutilizado. Assim, ele comporta uma mensagem normativa da maior importância:

*significa que, verificado algum fundamento de dispensa de OPA, a CMVM deverá proceder ainda a um suplemento de reflexão, de modo a verificar se, atentos os legítimos interesses e a garantia de igualdade de tratamento dos accionistas, não haverá algum factor que, embora não previsto na lei, possa desaconselhar a dispensa.*

Noutros termos: a cláusula do artigo 529.º/5, b), do CódMVM constitui como que o negativo da cláusula 529.º/1, f) do mesmo Código: esta permite à CMVM autorizar a dispensa em casos não previstos expressamente na lei, mas ponderosos; aquela permite à mesma Comissão não conceder a dispensa, em casos não explícitos, mas ponderosos em sentido inverso aos da primeira.

A CMVM mantém pois, intacto, o seu poder de livre decisão. Novamente se confirma o seu papel fundamental, em todo o sistema.

## V — ASPECTOS DA ESPECIALIDADE

### § 13.º O ANÚNCIO PRELIMINAR

I. Com os elementos coligidos, regressa-se às fases do processo da OPA e desde logo ao anúncio preliminar. Qual será a sua natureza?

Antes duma ponderação jurídica, convém recordar que o anúncio preliminar foi estabelecido pela lei para prevenir o *insider trading*. Aquando da preparação duma OPA, alguns operadores mobiliários poderiam ter conhecimento da operação. Na posse

dessa informação, eles poderiam realizar operações lucrativas, em detrimento do mercado. Por certo que se poderia impor o sigilo; as fugas seriam, porém, sempre possíveis. O legislador optou, pois, pela hipótese oposta: impor, *ab initio*, uma publicidade absoluta, que permita, *a todos*, fazer opções <sup>(12)</sup>.

O anúncio preliminar é, pois, imposto por lei, para prevenir práticas de *insider trading*.

II. O anúncio preliminar *não é uma proposta contratual*. Embora devendo ser completo e sério, ele não é firme: admite alterações, aquando da passagem ao anúncio do lançamento, desde que mais favoráveis ao público interessado. Além disso — e sobretudo — o anúncio preliminar não traduz, pelo seu regime, nada que possa ser aceite, dando, com isso, azo a um contrato.

Não sendo uma proposta, o anúncio preliminar tão-pouco será uma oferta ao público. A presença da indeterminação do destinatário não é suficiente para caracterizar esta figura.

III. O anúncio preliminar numa OPA não é uma promessa pública. É certo que o anúncio faz nascer deveres a cargo do oferente. Tais deveres não são, porém, contrapartida de direitos a prestações que tenham surgido na esfera dos destinatários. O facto de a mensagem contida no anúncio não possuir matéria que possa, por si, facultar aquisições é decisiva.

IV. De igual modo, o anúncio preliminar não integra o conteúdo de cláusula contratual geral. A sua função não é a de informar ulteriores propostas contratuais.

Por fim, ele não pode ser considerado um convite a contratar: tem um papel que transcende, claramente, essa dimensão.

V. O anúncio preliminar surge, se bem se atentar, como o *cumprimento dum dever*: o de publicitar previamente uma manifestação de autonomia privada, que irá ocorrer ulteriormente, através do anúncio de lançamento.

---

<sup>(12)</sup> Cf. JOSÉ NUNES PEREIRA, *O regime jurídico das ofertas públicas de aquisição* cit., 41.

Embora moldado pelo oferente, o anúncio prévio não tem o sentido funcional de desencadear os efeitos pretendidos pelo oferente: apenas explicita a intenção deste de, mais tarde, efectuar uma verdadeira oferta.

Boa parte dos efeitos do anúncio surgem, pois, como se este fosse um *mero facto jurídico*. Porém, no que tange ao conteúdo do anúncio, este é um *acto jurídico*, porventura, mesmo, um *negócio*: há liberdade de celebração e liberdade de estipulação.

VI. O anúncio preliminar surge, pois, como um facto híbrido, tipicamente processual: a sua natureza só se entende perante a sua integração numa sequência processual complexa: a própria OPA.

Consoante o aspecto concreto em causa, assim haverá que sublinhar a sua faceta de facto jurídico ou a de acto jurídico. No primeiro caso, o seu alcance deriva da interpretação da lei; no segundo, há que lidar com a interpretação da vontade do oferente.

## § 14.º O ANÚNCIO DO LANÇAMENTO

I. Embora também integrado numa sequência processual, o anúncio do lançamento tem uma natureza jurídica mais clara: *compreende uma oferta ao público*. A doutrina já atribuiu essa natureza à própria OPA <sup>(13)</sup>: esta, porém, redundava num processo complexo, surgindo a oferta pública, apenas, com o anúncio do lançamento.

II. Comportando uma oferta ao público, os efeitos finais do lançamento produzem-se assim que haja aceitação pelos destinatários.

O anúncio de lançamento, como qualquer proposta contratual, depende, essencialmente, da vontade do proponente.

---

<sup>(13)</sup> Assim JOSÉ MIGUEL JÚDICE e outros, *OPA* cit., 12. BRITO CORREIA, *Direito Comercial* cit., II, 389, considera a OPA e a OPV como "... espécies de *promessas públicas unilaterais* de prestações, a que se referem os arts. 457.º e 459.º do CCiv, sob a epígrafe comum '*negócios unilaterais*' ". Mas não: a promessa pública produz efeitos por si; ora a OPA só produz os efeitos definitivos com a aceitação. A qualificação de JOSÉ MIGUEL JÚDICE é, pois, mais correcta.

No caso da OPA, porém, os especiais valores envolvidos levaram a lei a fixar determinadas regras que, necessariamente, envolvem limitações à liberdade do oferente. Não há, aqui, nada que a comum contratação não conheça.

III. O lançamento pode, tal como qualquer proposta contratual, ser condicionado. O lançamento pode, ainda, ser revisto, nos moldes expressamente regulados pela lei.

§ 15.º *AS RELAÇÕES ENTRE AMBOS OS ANÚNCIOS; A IDEIA DE “CONDIÇÕES MAIS FAVORÁVEIS”; DELIMITAÇÃO*

I. A OPA decompõe-se num processo complexo. Assim, as liberdades inerentes à faculdade de lançar OPAs podem ser exercidas em diferentes momentos do processo, ainda que com referência ao anúncio de lançamento.

Como se viu, feito o anúncio preliminar, o oferente fica vinculado a proceder ao anúncio de lançamento: este não deixa de ser autónomo; só que a autonomia foi exercida num momento anterior. De igual forma, o conteúdo do anúncio de lançamento é, em certos termos, pré-determinado pelo anúncio preliminar: conclui-se, assim, que a liberdade de estipulação também é exercida ao longo do processo da OPA, ainda que com referência ao lançamento propriamente dito: só este é susceptível de aceitação.

II. As relações entre os anúncios preliminar e de lançamento são bastante elásticas.

Em primeiro lugar, verifica-se que o anúncio de lançamento pode alterar os termos constantes do anúncio preliminar. Tal alteração deve, porém, dar azo a um teor com “... condições não menos favoráveis do que as constantes do anúncio preliminar” — artigo 534.º/3, b), do CódMVM. Como entender esta regra?

A sua teleologia parece clara: o anúncio preliminar perderia qualquer utilidade quando se verificasse que, afinal, o oferente poderia modificá-lo totalmente, reduzindo até as condições ao

ponto de, na prática, retirar a OPA, fora dos casos em que a lei o permite.

A segunda parte da citada alínea *b*), introduzida pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, veio permitir condições mais desfavoráveis

(...) nos casos em que a CMVM o autorize com fundamento na verificação, após a publicação do anúncio preliminar, de facto susceptível de influir de modo significativo na avaliação dos valores objecto da oferta, ou de factos anteriores da mesma natureza que o oferente desconhecia, sem culpa, naquela data;

Há, assim, uma válvula de segurança.

III. As “condições” que não podem ser menos favoráveis devem ser aferidas ponto por ponto ou globalmente?

A matéria pode ser esclarecida com recurso à discussão paralela ocorrida no Direito do trabalho, a propósito da determinação do instrumento mais favorável para os trabalhadores <sup>(14)</sup>. Surgem, aí, três teorias:

- teoria do cúmulo;
- teoria da conglobação;
- teoria da conexão interna.

Segundo a *teoria do cúmulo*, a comparação deveria ser feita regra a regra e norma a norma. O regime que mandasse aplicar o regime mais favorável iria, pois, juntar todas as normas mais favoráveis, compondo o seu somatório (cúmulo).

A *teoria da conglobação* exige uma comparação feita no conjunto. Os instrumentos em presença são cotejados globalmente, procedendo-se, nessa base, à determinação do mais favorável.

---

(14) Em especial: RAÚL VENTURA, *O cúmulo e a conglobação na disciplina das relações de trabalho*, O Direito 94 (1962), 201-222; quanto ao estado actual da discussão, com indicações, MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito do Trabalho* (1994, reimp.), 208 ss.

A *teoria da conexão* ensina que o confronto não deve ser feito norma a norma nem conjunto a conjunto: haverá, antes, que comparar entre si os conjuntos de normas que se mostrem incindíveis.

A doutrina mais recente tem vindo a acolher-se a esta última orientação.

IV. No caso do anúncio preliminar / anúncio de lançamento, a comparação a efectuar para determinar a natureza mais favorável deste não deve ser feita cláusula a cláusula: uma cláusula pode obedecer a meras articulações formais e não a valores substantivos, dependendo mesmo do estilo adoptado pelo seu autor material.

A comparação dos anúncios, no seu conjunto, também levanta problemas. Quando eles tenham conteúdos muito diferentes, com vantagens nuns pontos e desvantagens noutros, como operar o juízo de favorabilidade? Aliás, o que surja mais favorável para uns accionistas pode não o ser para outros.

Será, assim, preferível comparar *grupos de cláusulas materialmente ligadas*. O grupo — qualquer grupo — de cláusulas do anúncio de lançamento não pode ser menos favorável do que o equivalente do anúncio preliminar.

V. A regra da favorabilidade aplica-se, como é natural, às modificações que o oferente, por sua livre vontade, introduza no anúncio preliminar, aquando da elaboração do anúncio de lançamento.

Pode, na verdade, suceder que, entre a publicação do primeiro anúncio e o registo do segundo ocorram modificações no objecto da OPA ou em elementos circundantes que obriguem, pura e simplesmente, a contemplar a nova situação no lançamento. O exemplo mais directo será o de, no intervalo entre os dois anúncios, surgirem, cotadas, novas acções da sociedade visada.

Nessa altura, as modificações a operar no anúncio não comportam qualquer juízo de favorabilidade: a CMVM apenas terá de aferir se, de facto, operou a modificação invocada.