

BREVE COMENTÁRIO À TRANSPOSIÇÃO DA DIRECTIVA DAS OPA

ANA SÁ COUTO*

A Directiva 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição (“**Directiva das OPA**”), produto de um longo processo negocial, simboliza o compromisso alcançado entre os Estados-Membros - aquém dos objectivos de harmonização inicialmente propostos¹ - na definição de um enquadramento conjunto aplicável “às ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários de sociedades sujeitas à legislação dos Estados-Membros, no todo ou em parte, admitidos à negociação num mercado regulamentado, na acepção da Directiva 93/22/CEE, em um ou vários Estados Membros”².

Fora do seu âmbito de aplicação ficam as ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários emitidos pelos bancos centrais dos Estados-Membros e as ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários emitidos por organismos de investimento público sob a forma societária.

Apesar de o prazo de transposição da Directiva das OPA terminar em 20 de Maio de 2006, a verdade é que nem todos os Estados Membros adoptaram até essa data as normas de direito interno tendentes à sua conclusão, mercê, designadamente, da sensibilidade política envolvendo algumas das questões por ela abrangidas,

igualmente responsável em larga medida pelo atraso na aprovação do texto final da Directiva. Ao nível do direito nacional, boa parte das soluções consagradas no texto final da Directiva das OPA teve o seu primeiro reflexo, ainda em 1999, no actual Código dos Valores Mobiliários (“**Cód.V.M.**”)³. O processo de transposição, só viria contudo a ser concluído com a publicação do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro (“**Decreto-Lei n.º 219/2006**”). No essencial, o texto do Decreto-Lei n.º 219/2006, coincide com a proposta de diploma objecto de consulta pública promovida pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, entre 8 de Novembro e 18 de Dezembro de 2005, sob a forma de anteprojecto, enriquecida pelo debate provocado entre os operadores do mercado⁴. Refira-se, aliás, que esta consulta pública havia sido já precedida de uma outra, centrada nas questões suscitadas pelos artigos 9.º e 11.º da Directiva das OPA, e que decorreu entre 21 de Janeiro e 22 de Abril de 2005.

No presente texto, propomo-nos destacar alguns dos aspectos mais relevantes das soluções jurídicas previstas na Directiva das OPA e actualmente consagradas no Cód.V.M., referindo, sempre que se revele oportuno, as alterações introduzidas recentemente pelo Decreto-Lei n.º 219/2006.

* Advogada na sociedade de advogados Uría Menéndez.

1- A primeira proposta de Directiva data de 19 de Janeiro de 1989 (JO C 64 14.3.1989, pág. 8; exposição de motivos no Boletim CE supl. 3/89).

2- Artigo 1.º, número 1 da Directiva 2004/25/CE.

3- Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, com a redacção introduzida pelos Decretos-Lei, n.º 61/2002, de 20 de Março, 38/2003, de 8 de Março, 107/2003, de 4 de Junho, 183/3003, de 19 de Agosto, 66/2004, de 24 de Março e 219/2006, de 2 de Novembro.

4- Os resultados da consulta pública encontram-se disponíveis em <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/A231CE26-2672-4BCB-8C0A-BE3881FD0061.htm>

Finalmente, faremos uma breve alusão à interpretação da Directiva das OPA, com a Directiva n.º 2003/71/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 4 de Novembro de 2003, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação (“**Directiva dos Prospectos**”) e a Directiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de Dezembro de 2004 relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado (“**Directiva da Transparência**”), que será objecto de outro trabalho publicado neste Caderno do Mercado de Valores Mobiliários.

PRINCÍPIOS GERAIS

As disposições de direito interno aprovadas pelos Estados-Membros para regulamentar as matérias previstas na Directiva das OPA devem obedecer aos princípios gerais estabelecidos no seu artigo 3.º. Sem prejuízo da importância dos demais, assumem particular relevo no contexto da transposição da Directiva das OPA para o direito português, os princípios gerais de equidade de tratamento dos accionistas e de protecção dos interesses minoritários, de transparência na informação prestada, e o princípio de que a sociedade visada não deve, em virtude de uma oferta respeitante aos seus valores mobiliários, ser perturbada no exercício da sua actividade para além de um período razoável.

OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO TRANSFRONTEIRIÇAS

Outro aspecto normalmente abordado pelas directivas comunitárias, respeita à definição dos critérios determinantes da competência dos

Estados-Membros envolvidos e da legislação aplicável, em particular no caso de situações jurídicas plurilocalizadas.

Na Directiva das OPA tais critérios são definidos no artigo 4.º, a partir da distinção entre as questões relativas à oferta - sendo nesse caso a autoridade competente e o direito aplicável os do Estado-Membro em que os valores mobiliários objecto da oferta são negociados ou do Estado-Membro em que estes foram negociados pela primeira vez - e as questões de natureza eminentemente societária, ligadas ao funcionamento da sociedade visada. Relativamente a estas últimas, a autoridade competente e o direito aplicável são os do Estado-Membro onde se situe a sede da sociedade. Estes critérios encontram-se actualmente consagrados no artigo 145.º-A do Cód.V.M., atribuindo-se à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários a responsabilidade pela supervisão das matérias aí mencionadas.

DEVER DE LANÇAMENTO DE OPA OBRIGATÓRIA. REGRAS DE CÁLCULO DA CONTRAPARTIDA

A oferta pública de aquisição constitui um instrumento particular do mercado de controlo societário (“*market for corporate control*”), expressão que pretende significar as operações tendentes à transferência de controlo de uma determinada sociedade, entre as quais tipicamente se incluem as fusões, aquisições e as ofertas públicas de aquisição⁵.

Neste contexto, o instituto das ofertas públicas de aquisição obrigatórias surge com o objectivo primordial de proteger os accionistas minoritários contra situações efectivas de mudança de controlo, conferindo-lhes a possibilidade de vender a sua participação social e beneficiar do

5- Cfr. José Luis Urquijo, *Las ofertas públicas de adquisición y el mercado de control*, in “La lucha por el control de las grandes sociedades. Las Ofertas Públicas de Adquisición”, Ediciones Deusto, S.A., 1992, pág. 518 e segs.

prémio de controlo que o comprador esteja eventualmente disposto a pagar pela sua aquisição.

A este propósito, o artigo 5.º da Directiva das OPA dispõe no seu número 1 que *“sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º⁶ que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confirmam directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deve lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações a um preço equitativo”*.

A Directiva das OPA remete para a legislação interna do Estado-Membro onde se situa a sede social da sociedade visada a definição dos limiares de controlo, definidos como uma percentagem dos direitos de voto que conferem o controlo da sociedade, bem como as regras de cálculo de tais limites.

O legislador português fixou-os, no artigo 187.º do Cód.V.M., em um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade aberta, considerando para o efeito da ultrapassagem desses patamares e, portanto, da constituição no dever de lançamento de oferta pública de aquisição obrigatória, a participação detida directamente ou nos termos do

número 1 do artigo 20.º do Cód.V.M. Adiante comentaremos brevemente a articulação entre estes dois regimes a propósito da interacção da Directiva das OPA com a Directiva da Transparência.

Por outro lado, a Directiva das OPA deixa liberdade aos Estados-Membros na definição dos critérios relativos ao cálculo da contrapartida oferecida no âmbito da oferta pública de aquisição obrigatória, dentro dos limites considerados equitativos fixados no número 4 do citado artigo 5.º.

No essencial, o regime estabelecido no Cód.V.M. anteriormente à entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006, já se encontrava em linha com o previsto na Directiva das OPA. Não obstante, o Decreto-Lei n.º 219/2006 introduziu neste domínio diversas alterações merecedoras de destaque.

Em primeiro lugar, de acordo com o novo número 5 do artigo 188.º do Cód.V.M. introduzido pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, permite-se agora que a contrapartida oferecida no âmbito de uma oferta pública de aquisição obrigatória consista apenas em valores mobiliários, quando no regime anterior se exigia sempre a apresentação de uma alternativa em dinheiro.

Esta exigência era justificada pelas entidades reguladoras como uma medida cautelar ligada à protecção dos accionistas minoritários que, em seu entender, poder-se-iam ver forçados a receber em troca das respectivas participações, caso pretendessem aceitar uma determinada oferta, valores mobiliários emitidos por entidades sobre as quais não possuíam informação, ao menos com acesso fácil. Outra preocupação do legislador nesta matéria, prendia-se com o facto

6- O artigo 1.º da Directiva das OPA define o seu âmbito de aplicação, visando, do ponto de vista subjectivo, as ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários de sociedades sujeitas à legislação dos Estados-Membros, quando esses valores são, no todo ou em parte, admitidos à negociação num mercado regulamentado, em um ou vários Estados-Membros. Ora, o âmbito subjectivo de aplicação do artigo 187.º do Cód.V.M é mais amplo, abrangendo além daquelas todas as sociedades qualificadas como sociedades abertas (cfr. artigo 13.º do Cód.V.M.).

de, na ausência de critérios legais específicos relativamente à natureza e liquidez dos valores mobiliários oferecidos, poderem ocorrer situações de divergência, com prejuízo para os destinatários da oferta, entre o valor atribuído, pelo oferente, a esses valores mobiliários e o seu valor efectivo.

Em contrapartida, este era um dos aspectos do regime legal anterior apontado pelos operadores do mercado como uma clara desvantagem competitiva do mercado português face a outros ordenamentos jurídicos, por constituir um potencial entrave à entrada de novos sócios, em particular estrangeiros, para a estrutura accionista das empresas nacionais, na medida em que constituía uma forte limitação à liberdade de estipulação dos oferentes. Tanto mais que, o artigo 5.º, número 5, da Directiva das OPA, permitia a adopção de um regime mais flexível, que o legislador nacional, até ao texto do anteprojecto do Decreto-Lei n.º 219/2006, se mostrou de certo modo relutante em adoptar.

Valeram neste ponto os apelos lançados pelos operadores do mercado por ocasião da consulta pública sobre o anteprojecto de diploma legal realizada no final de 2005. Indo ao encontro dos argumentos então expostos, o texto final aprovado do Decreto-Lei n.º 219/2006, alterou o artigo 188.º do Cód.V.M., em conformidade com o disposto na Directiva das OPA, prevendo a possibilidade de a contrapartida ser apenas constituída por valores mobiliários, desde que cumpridos os requisitos de natureza e liquidez previstos no n.º 5, do artigo 188.º.

Em conformidade, exige-se que os valores mobiliários sejam do mesmo tipo dos visados na oferta e estejam admitidos ou que sejam da mesma categoria de valores mobiliários de comprovada liquidez admitidos em mercado regulamentado. Ainda, é necessário que o

oferente e as pessoas que com ele estejam nalguma das situações do número 1 do artigo 20.º do Cód.V.M. não tenham, nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta, adquirido quaisquer acções representativas do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro, caso em que deve ser apresentada contrapartida equivalente em dinheiro.

Por outro lado, apesar de o Cód.V.M. já contemplar a possibilidade de a contrapartida em oferta pública de aquisição obrigatória ser fixada por auditor independente designado pela CMVM, o Decreto-Lei n.º 219/2006 desenvolveu esta norma, em linha uma vez mais com o disposto na Directiva das OPA, mediante a previsão (no novo número 3 do artigo 188.º do Cód.V.M.) das (três) situações em que se presume que a contrapartida não é equitativa. Assim, a contrapartida proposta pelo oferente presume-se não equitativa quando: o preço mais alto foi fixado mediante acordo; os valores mobiliários em causa apresentam reduzida liquidez; ou, quando acontecimentos excepcionais afectaram o preço de mercado dos valores mobiliários em causa ou o mercado regulamentado em que estejam admitidos.

REGRA DA NEUTRALIDADE (*PASSIVITY RULE*)

Uma das matérias mais sensíveis suscitada pela Directiva das OPA, objecto de ampla controvérsia durante o processo legislativo que conduziu à sua aprovação, respeita às limitações dos poderes do órgão de administração da sociedade visada no decurso da oferta, comumente designada por *passivity rule*.

Em síntese, pretende-se obstar à tomada de decisões pelo órgão de administração da sociedade visada, susceptíveis de frustrar o êxito da oferta pública de aquisição, sem contudo impedir indevidamente a sociedade de

prosseguir o exercício normal da sua actividade. Nessa medida, as restrições permitidas dos poderes do órgão de administração limitam-se às decisões de carácter excepcional.

A este propósito, o artigo 9.º da Directiva das OPA consagra a necessidade de obtenção, pelo órgão de administração da sociedade visada, de autorização da assembleia-geral de accionistas, previamente à realização de quaisquer actuações susceptíveis de conduzir à frustração da oferta pública de aquisição.

Ainda de acordo com o citado artigo 9.º, delimita-se o período de sujeição do órgão de administração àquele dever, a partir da tomada de conhecimento por este da decisão de lançamento da oferta pública de aquisição e enquanto o resultado da mesma não for tornado público ou a oferta não terminar. A Directiva das OPA permite neste particular aos Estados-Membros a antecipação do momento a partir do qual a necessidade de obtenção de autorização da assembleia geral de accionistas se considera aplicável, designadamente a partir do conhecimento pelo órgão de administração da iminência do lançamento da oferta, solução que não foi acolhida no ordenamento jurídico português. Neste ponto, o legislador nacional aproveitando a margem de liberdade conferida pela Directiva das OPA aos Estados-Membros - reflectida no conjunto de regras de *opt in / opt out* previsto no seu artigo 12.º - fixou um regime que, embora extravasando em alguns aspectos a regulamentação do texto comunitário, pondera os princípios ordenadores da Directiva atrás enunciados.

Também aqui, as soluções que vieram a ser consagradas na Directiva das OPA haviam no

essencial sido acolhidas no artigo 182.º do Cód.V.M., tendo o Decreto-Lei n.º 219/2006 introduzido, contudo, algumas alterações importantes.

Assim, já vigorava entre nós a necessidade de autorização prévia, por deliberação da assembleia geral convocada especificamente para o efeito durante o prazo da oferta, para a prática pelo órgão de administração de actos susceptíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada, que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afectar de modo significativo os objectivos anunciados pelo oferente⁷. Não obstante, a aplicação desta norma no regime anterior à entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006 enfrentava alguns obstáculos, desde logo pela impossibilidade prática verificada em algumas situações, de conciliar os prazos para a convocatória e realização da reunião da assembleia geral previstos no Código das Sociedades Comerciais, com o prazo da oferta pública de aquisição em causa⁸.

O novo número 4 do artigo 182.º do Cód.V.M. introduzido pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, alterou este aspecto do regime, ao fazer coincidir o prazo relevante para convocatória da assembleia geral com o período de limitação dos poderes da sociedade visada, aproveitando, por outro lado, a faculdade concedida pelo artigo 9.º, número 4 da Directiva das OPA, ao estabelecer que, durante o período em causa, a antecedência do prazo de divulgação de convocatória de assembleia geral é reduzida para quinze dias. Por outro lado, a limitação de poderes do órgão de administração estende-se agora expressamente aos actos de execução de decisões tomadas antes do referido período e que ainda não

7- Note-se que os critérios definidores dos actos abrangidos pela limitação dos poderes da sociedade visada estabelecidos no número 1 do artigo 182.º do Cód.V.M. não encontram paralelo na Directiva das OPA.

8- Nos termos do artigo 377.º, número 4, do Código das Sociedades Comerciais, entre a última divulgação do aviso convocatório e a data da reunião da assembleia deve mediar, pelo menos, um mês, sendo o mesmo prazo de 21 dias, contados da expedição das cartas registadas ou mensagens de correio electrónico, nos casos previstos no número 3 do mencionado artigo. Por sua vez, de acordo com o artigo 183.º, número 1, do Cód.V.M., o prazo da oferta pública de aquisição pode variar entre duas e dez semanas.

tenham sido parcial ou totalmente executados. Finalmente, de acordo com a nova alínea (c) do número 3 do artigo 182.º do Cód.V.M., excluem-se expressamente do âmbito de aplicação das restrições aos poderes da sociedade visada, os actos que visem a procura de ofertas concorrentes, em conformidade com o disposto na Directiva das OPA.

Em linha com a solução consagrada noutros ordenamentos jurídicos, Portugal adoptou nesta matéria a cláusula de reciprocidade prevista na Directiva das OPA. Desta forma, uma sociedade portuguesa não estará vinculada à *passivity rule* se a oferta for lançada por uma sociedade estrangeira proveniente de um país onde tal regra não exista. Alemanha, Holanda e Luxemburgo são alguns dos países que não adoptaram a regra de neutralidade do órgão de administração da sociedade visada.

NÃO Oponibilidade de Restrições em Matéria de Transmissão de Valores Mobiliários e Direitos de Voto (BREAKTHROUGH RULE)

Diferentemente da posição tomada a propósito da transposição da regra da neutralidade, o legislador português optou por não impor como solução injuntiva de direito interno a ineficácia das restrições estatutárias e/ou contratuais em matéria de transmissão de valores mobiliários, direitos de voto, direitos especiais de nomeação ou destituição de membros do órgão de administração e direitos de voto plurais, estabelecida no artigo 11.º da Directiva das OPA e doutrinariamente designada por *breakthrough rule*.

À semelhança do que sucede quanto à *passivity rule*, a Directiva consagrou nesta matéria um regime de carácter facultativo para os Estados Membros, sujeito à adopção do regime de

reciprocidade para as sociedades aí domiciliadas, o qual mereceu acolhimento no ordenamento jurídico português.

Em conformidade, o Decreto-Lei n.º 219/2006 introduziu um novo artigo 182.º-A no Cód.V.M., no qual se prevê a suspensão voluntária de eficácia das restrições acima referidas. Assim, as sociedades sujeitas a lei pessoal portuguesa passam a poder estabelecer nos seus estatutos a não eficácia das restrições em relação à transmissão de acções ou de outros valores mobiliários que dêem direito à sua aquisição decorrente da aceitação da oferta, e das restrições referentes ao exercício do direito do voto na assembleia geral convocada para a tomada de decisões sobre medidas defensivas. Adicionalmente, as mencionadas restrições não serão oponíveis ao oferente que, na sequência da oferta pública de aquisição, adquira pelo menos 75% do capital social com direito de voto, caso em que não serão igualmente aplicáveis os direitos especiais de nomeação ou destituição de membros do órgão de administração da sociedade visada.

As sociedades que não exerçam integralmente esta opção não podem estabelecer um quórum deliberativo superior a 75% dos votos emitidos para a alteração ou eliminação das restrições referentes à transmissão ou ao exercício do direito de voto.

Por força do regime de reciprocidade previsto no artigo 12.º da Directiva das OPA, as sociedades abertas sujeitas a lei pessoal portuguesa podem prever nos seus estatutos a inaplicabilidade deste regime se o oferente for uma sociedade estrangeira que não esteja sujeita às mesmas regras ou que seja dominada por uma sociedade nessas condições, valendo para este efeito a noção de sociedades em relação de domínio prevista estabelecida 21.º do Cód.V.M.

AQUISIÇÃO E ALIENAÇÃO POTESTATIVAS

Os artigos 15.º e 16.º da Directiva das OPAs regulam, respectivamente, os direitos de aquisição e alienação potestativa das acções remanescentes na sequência de uma oferta pública de aquisição geral. Excluem-se, naturalmente, do seu âmbito, a aplicação destes mecanismos noutras circunstâncias⁹.

Mais uma vez, o regime estatuído no texto aprovado da Directiva das OPA coincide em boa parte com aquele que o Cód.V.M. já estabelecia. A transposição da Directiva implicou, contudo, algumas alterações.

Em primeiro lugar, quanto à percentagem de direitos de voto relevante para a constituição do direito de aquisição potestativa, o legislador português optou pela solução prevista na alínea (b), do número 2 do artigo 15.º da Directiva das OPA. Em conformidade, prevê-se no artigo 194.º, número 1 do Cód.V.M., com a redacção introduzida pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, que, quem na sequência do lançamento de oferta pública de aquisição geral em que seja visada sociedade aberta que tenha como lei pessoal a lei portuguesa, atingir ou ultrapassar, directamente ou nos termos do número 1 do artigo 20.º do Cód.V.M., 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social até ao apuramento dos resultados da oferta e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta, pode adquirir potestativamente as acções remanescentes, dentro do prazo e nas demais condições legalmente fixadas.

Assinala-se, por outro lado, a redução dos prazos legalmente estatuídos para a realização de ambas as operações, tendo em vista a integral harmonização com o regime comunitário. Assim, o prazo para realização da aquisição

potestativa pelo oferente foi reduzido de seis para três meses, após o apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição. No que concerne ao direito de alienação potestativa concedido aos accionistas minoritários, esta faculdade deverá ser agora exercida dentro do mesmo prazo de três meses estabelecido para a aquisição potestativa. Contrariamente, no regime anterior, o exercício deste direito encontrava-se dependente do não exercício prévio e tempestivo, pelo oferente, do direito de aquisição potestativa.

No que respeita ao preço de aquisição das acções remanescentes, e em conformidade com o texto comunitário, presume-se justa a contrapartida oferecida no âmbito de uma oferta pública de aquisição geral e voluntária, se o oferente tiver adquirido, em resultado da aceitação da mencionada oferta, pelo menos 90% das acções representativas do capital social com direitos de voto por ela abrangidos. Quanto à natureza da contrapartida, exige-se expressamente que a mesma seja oferecida em dinheiro, ainda que a interpretação da remissão operada pelo artigo 194.º do Cód.V.M. para o respectivo artigo 188.º anteriormente à entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006 apontasse no mesmo sentido.

Finalmente, quanto aos efeitos da aquisição potestativa previstos no artigo 195.º do Cód.V.M., prevê-se agora a perda imediata, por parte da sociedade visada, da qualidade de sociedade aberta. Por outro lado, o prazo durante o qual se encontra vedada a readmissão à negociação em mercado regulamentado das acções da sociedade visada e dos valores mobiliários que dão direito à sua aquisição, foi reduzido de dois para um ano.

9- Cfr. Paulo Câmara, *As Operações de Saída de Mercado*, in IDET - Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho "Miscelâneas", 2.º volume, Livraria Almedina, 2004, pág. 119 e segs.

OFERTAS CONCORRENTES

A Directiva das OPAs remete para os Estados-Membros a regulamentação, entre outras, da matéria relativa às ofertas concorrentes. Nessa medida, as alterações ao regime jurídico vigente introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, extravasam o âmbito da sua transposição, ainda que inspiradas por objectivos comuns relacionados com um mercado de controlo societário competitivo e transparente.

Em primeiro lugar, consagra-se no novo número 3 do artigo 185.º do Cód.V.M., a proibição de lançamento de ofertas concorrentes por pessoas que estejam com o oferente inicial ou com o oferente concorrente anterior em alguma das situações do número 1 do artigo 20.º do Cód.V.M., salvo autorização prévia da CMVM que apenas será concedida se a situação que determina a imputação de direitos de voto cessar antes do registo da oferta concorrente.

Relativamente à contrapartida da oferta, reduziu-se de 5% para 2% o acréscimo do preço oferecido na oferta concorrente relativamente à antecedente, exigindo-se, por outro lado, que a mesma não contenha condições que a tornem menos favorável que a oferta anterior.

Adicionalmente, a oferta concorrente apenas poderá estar sujeita a uma percentagem de aceitação superior à constante da oferta inicial ou de oferta concorrente anterior, se tal percentagem se justificar, para efeitos das condições acima referidas, em função dos direitos de voto na sociedade visada já detidos pelo oferente e por pessoas que com ele estejam nalguma das situações previstas no número 1 do artigo 20º do Cód.V.M.

Além destas modificações, importa referir o aditamento ao Cód.V.M. dos artigos 185.º-A e

185.º-B, que regulam o processo das ofertas concorrentes e os direitos dos oferentes anteriores.

Em conformidade, uma oferta concorrente deve ser lançada até ao 5.º dia anterior ao termo do prazo da oferta inicial, quando até aqui o seu lançamento poderia ocorrer até ao dia anterior àquela data. Acresce que, no caso de ofertas concorrentes, as declarações de aceitação podem agora ser revogadas até ao último dia do período de aceitação, contrariamente ao regime anterior que apenas permitia a sua revogação nos cinco dias seguintes ao lançamento de uma oferta concorrente.

Uma das alterações de maior relevo ao regime das ofertas concorrentes introduzida pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, respeita ao direito conferido a qualquer oferente de rever a sua oferta, sempre que seja lançada uma oferta concorrente, ou seja revista uma oferta em concorrência, no prazo de quatro dias úteis a contar do lançamento da oferta concorrente ou da revisão da oferta, independentemente de o ter feito nos termos gerais. Anteriormente, esta faculdade era apenas concedida ao oferente inicial.

INTERACÇÃO COM A DIRECTIVA DOS PROSPECTOS E A DIRECTIVA DA TRANSPARÊNCIA

A interacção entre a Directiva das OPA e a Directiva dos Prospectos assume, desde logo, relevância no caso em que a contrapartida oferecida no âmbito de uma oferta pública de aquisição seja constituída por valores mobiliários do oferente.

O artigo 4.º, número 1, alínea (b) da Directiva dos Prospectos prevê a dispensa da obrigação

de publicar um prospecto nas ofertas públicas de valores mobiliários oferecidos por ocasião de uma aquisição, através de uma oferta pública de troca, desde que esteja disponível um documento com informações consideradas pela autoridade competente (entenda-se, no caso português, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) equivalentes às de um prospecto, tendo em conta os requisitos da legislação comunitária.

Sucedo que esta norma não mereceu acolhimento no Cód.V.M., designadamente no artigo 134.º, mantendo-se a exigibilidade de prospecto no caso das ofertas públicas de troca.

Por outro lado, importa notar que a Directiva das OPA não consagrou uma solução de passaporte semelhante ao previsto na Directiva dos Prospectos para o prospecto de oferta pública de distribuição e/ou admissão à negociação em mercado regulamentado. Neste domínio, a Directiva das OPA optou antes por um regime de mero reconhecimento mútuo (cfr. artigo 147.º-A do Cód.V.M.) segundo o qual, o prospecto de oferta pública de aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal, aprovado por autoridade competente de outro Estado membro é reconhecido pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, desde que observados os requisitos de linguagem e certificação aplicáveis. A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários pode, não obstante, exigir a introdução de informação suplementar decorrente de especificidades do regime

português que respeitem a formalidades relativas ao pagamento da contrapartida, à aceitação da oferta e ao regime fiscal a que esta fica sujeita.

Por sua vez a dinâmica entre a Directiva das OPA e a Directiva da Transparência, está relacionada com as regras de cômputo da imputação de direitos de voto, estabelecidas no artigo 20.º do Cód.V.M. e a implicação das mesmas no cálculo dos limiares de controlo para constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição fixados no artigo 187.º do referido Código.

Tal impacto foi, aliás, expressamente reconhecido pelo legislador nacional, no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 219/2006, no qual se esclarece ainda que as alterações ao artigo 20.º do Cód.V.M. introduzidas por este diploma, não resultam da transposição da Directiva das OPA, mas antes consubstanciam uma antecipação parcial da transposição da Directiva da Transparência.

Em face da diversa racionalidade subjacente às duas Directivas, questiona-se a eventual utilização de distintos critérios no cômputo dos direitos de voto relevantes para o apuramento de participações qualificadas em sociedade aberta, por um lado, e para aferição da ultrapassagem dos limiares de controlo e consequente obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição, por outro. O legislador nacional, a par de outros ordenamentos jurídicos, não acolheu contudo esta tese.

