

## Foro de Actualidad

Portugal

# A RECENTE ALTERAÇÃO LEGISLATIVA AO REGIME DA AQUISIÇÃO POTESTATIVA NA SEQUÊNCIA DE UMA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO - UM BREVE COMENTÁRIO

Miguel Stokes e Domingos Salgado

*Advogados do Departamento de Direito Comercial da Uría Menéndez (Lisboa).*

### **A recente alteração legislativa ao regime da aquisição potestativa na sequência de uma oferta pública de aquisição - Um breve comentário**

*A Lei n.º 1/2025, de 6 de janeiro ("Lei 1/2025"), alterou o Código dos Valores Mobiliários ("Cód. VM"), em particular, o regime da aquisição potestativa na sequência de uma oferta pública de aquisição ("OPA"). Esta alteração legislativa surge, discretamente, cerca de dois meses depois da primeira aplicação prática do regime da aquisição potestativa no mercado de capitais português nos últimos 12 anos. Pretendemos, com este breve comentário, clarificar qualquer dúvida sobre os critérios de definição da contrapartida neste regime que possam resultar da recente alteração legislativa.*

#### **PALAVRAS-CHAVE:**

OPA, Oferta Pública de Aquisição, Aquisição Potestativa.

## The recent legislative change to the potestative acquisition regime following a public takeover offer - A brief commentary

*Law 1/2025 of 6 January amended the Portuguese Securities Code, especially the rules on company squeeze-outs after a public takeover bid. This amendment was adopted approximately two months after these rules were applied in the Portuguese capital markets for the first time in 12 years. This article clarifies doubts about this regulatory change to the criteria used to determine the consideration regime.*

### KEYWORDS:

Public takeover bid, tender offer, squeeze-out.

FECHA DE RECEPCIÓN: 2-4-2025

FECHA DE ACEPTACIÓN: 9-4-2025

Stokes, Miguel; Salgado, Domingos (2025). A recente alteração legislativa ao regime da aquisição potestativa na sequência de uma oferta pública de aquisição - Um breve comentário. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 67, pp. 249-254 (ISSN: 1578-956X).

O regime da aquisição potestativa na sequência de uma OPA constitui um instrumento essencial para o bom funcionamento e dinamismo do mercado de capitais, encontrando-se previsto nos artigos 194.<sup>o</sup> e seguintes do Cód. VM. O legislador português reconheceu esta importância na revisão do Cód. VM promovida pela Lei n.<sup>o</sup> 99-A/2021, de 31 de dezembro (“Lei 99-A/2021”). No âmbito desta reforma legislativa, pautada por princípios de simplificação, de não imposição de requisitos adicionais face aos que decorrem da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição, conforme alterada (a “Diretiva das OPAs”), e de promoção do mercado, consagrou alterações substantivas a este regime, com o intuito de reforçar a sua eficácia e alinhamento com o quadro normativo da União Europeia aplicável a esta matéria.

Cumpra a este respeito destacar duas alterações substantivas promovidas pela Lei 99-A/2021: (i) no que respeita aos pressupostos de aplicação do regime, procedeu-se à eliminação do (segundo) requisito de aquisição de 90% dos direitos de voto abrangidos pela OPA para recorrer à utilização do mesmo — e, diga-se, reflexamente permitir aos acionistas minoritários recorrer ao regime da alienação potestativa —, bastando-se, assim, a ultrapassagem de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada; e (ii) quanto ao critério de determinação da contrapartida, estabeleceu-se como contrapartida o preço pago na OPA, exceção feita ao caso em que entre o termo da OPA e o registo da aquisição potestativa, o oferente ou as pessoas em relação com este nos termos e para os efeitos do artigo 20.<sup>o</sup> do Cód. VM tenha(m) adquirido valores mobiliários objeto da OPA por uma contrapartida superior à da oferta. Caso tal ocorra, será este último o montante da contrapartida a suportar para o exercício do direito de aquisição potestativa — ou reflexamente, a receber, mediante o exercício pelos minoritários do regime da alienação potestativa.

Concorrentemente com a evolução normativa, o regime da aquisição potestativa tem vindo a assumir uma relevância prática crescente, designadamente, à luz do desenvolvimento das estratégias seguidas por fundos de *private equity* comumente designadas por “*public to private*” ou, abreviadamente, as “*P2P*”. Em síntese, estas estratégias envolvem o lançamento de uma OPA sobre uma sociedade com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, visando a

sua posterior exclusão de negociação, com o objetivo de desenvolver a estratégia de crescimento enquanto sociedade de capital fechado.

Em Portugal, a aplicação prática do regime da aquisição potestativa na sequência de uma OPA revelou-se particularmente limitada, tendo “esperado” 12 anos até voltar a ver a luz do dia. Não sem que durante este período tivesse havido diversas tentativas frustradas. Com efeito, desde setembro de 2012, quando teve lugar a aquisição potestativa pela SGL Carbon GmbH das ações remanescentes da Fisipe — Fibras Sintéticas de Portugal, S.A., até novembro de 2024, quando ocorreu a aquisição potestativa pela Gamma Lux Aggregator, S.à r.l., uma entidade em relação de domínio com a KKR & Co, Inc, sobre a Greenvolt — Energias Renováveis, S.A. (“Greenvolt”), o mercado português não assistiu a qualquer aquisição potestativa por via do artigo 194.º do Código dos Valores Mobiliários.

Foi precisamente neste contexto que, apenas um par de meses após o êxito da aplicação do regime da aquisição potestativa na sequência de OPA no âmbito da referida operação da Greenvolt, veio a ser publicada a Lei n.º 1/2025, a qual alterou os critérios de definição da contrapartida a oferecer aos acionistas minoritários previstos no n.º 2 do artigo 194.º do Cód. VM.

Em especial, o legislador veio introduzir dois requisitos aplicáveis à contrapartida mínima a pagar na aquisição potestativa, prevendo agora que:

“ 2 - A contrapartida mínima a pagar nos termos do número anterior é:

a) **Igual à da oferta pública de aquisição geral cuja contrapartida:**

**i) Cumpra o disposto no artigo 188.º; ou**

**ii) Tenha permitido ao oferente, adquirir, pelo menos, 90/prct. dos direitos de voto correspondentes ao capital social abrangidos pela oferta.**” (destaque nosso para evidenciar as alterações introduzidas pela Lei 1/2025, para facilidade de referência).

Perante o silêncio do preâmbulo, caberá ao intérprete analisar as alterações introduzidas e procurar perceber os motivos que levaram o legislador a promover tal alteração.

Neste exercício, parece-nos adequado iniciar pela análise do disposto na Diretiva das OPAs a este propósito. No artigo 15.º, n.º 5 da Diretiva das OPAs, prevê-se que:

“5. Os Estados-Membros asseguram que seja garantido um preço justo. Este preço deve assumir a mesma forma que a contrapartida da oferta ou consistir em numerário. Os Estados-Membros podem estabelecer que deva ser proposto numerário, pelo menos como alternativa.

*Na sequência de uma oferta voluntária em qualquer dos casos previstos nas alíneas a) e b) do n.º 2 [pressupostos de aplicação do regime da aquisição potestativa], a contrapartida da oferta presume-se justa se o oferente tiver adquirido, em resultado da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90 % do capital com direito de voto abrangido pela oferta.*

*Na sequência de uma oferta obrigatória, presume-se que a contrapartida da oferta corresponde ao preço justo."*

À luz do disposto na Diretiva das OPAs, é possível concluir que o legislador europeu consagra o princípio de garantir um preço justo na contrapartida a ser oferecida na aquisição potestativa.

Com base neste princípio, são consagrados dois cenários nos quais a equidade da contrapartida é presumida: (i) quando o oferente tenha adquirido, em resultado da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital com direito de voto abrangido pela oferta; e (ii) na sequência de uma oferta obrigatória, cuja contrapartida, por natureza, respeita os critérios de equidade definidos pelo legislador, tal valor presume-se corresponder ao "*preço justo*".

Com a recente alteração legislativa, o legislador parece aproximar a letra da lei com a redação prevista na Diretiva das OPAs, promovendo uma equiparação mais evidente na definição dos critérios de equidade da contrapartida a oferecer. No entanto e em rigor, não o faz com a mesma terminologia em ambas as presunções.

Se na presunção que resulta da aquisição pelo oferente de, pelo menos, 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social abrangidos pela oferta existe uma aproximação significativa da terminologia utilizada na Diretiva das OPAs, tal não sucede no caso da referência a uma OPA obrigatória, onde a terminologia utilizada pelo legislador nacional diverge daquela prevista na Diretiva das OPAs.

O legislador português optou por não adotar a terminologia do legislador europeu quanto à qualificação da natureza da oferta prévia como obrigatória. Ao invés, remeteu para o cumprimento do disposto no artigo 188.º do Cód. VM onde define os critérios de determinação da contrapartida mínima a aplicar numa OPA obrigatória.

E é sobre esta remissão para os critérios de determinação da contrapartida mínima que se impõe o esclarecimento do seu alcance, a fim de evitar qualquer tipo de incerteza e insegurança na aplicação do regime da aquisição potestativa.

Não pode ser admitida qualquer interpretação que procure sustentar que a remissão para o artigo 188.º do Cód. VM acarreta uma reavaliação da equidade da contrapartida à luz de tais critérios com base na data em que se desencadeia a aplicação - ou é efetivamente exercido - do direito de aquisição potestativa.

Uma interpretação com tal sentido, em nossa opinião, cairia, desde logo, na interpretação literal da norma. De acordo com a letra da lei, a contrapartida mínima a pagar no exercício do direito de aquisição potestativa deve ser igual à da OPA geral, cuja contrapartida cumpra com o disposto no artigo 188.º do Cód. VM. Ou seja, a OPA anterior deverá cumprir os critérios de determinação de uma contrapartida mínima de uma OPA obrigatória, assegurando assim a equidade da contrapartida da aquisição potestativa. A exceção à regra ocorre, conforme detalhado *infra*, no cenário das aquisições pelo oferente ou por pessoas com este em relação para efeitos do artigo 20.º do Cód. VM.

Segundo o nosso entendimento, os argumentos não se restringem a uma interpretação literal da norma, sendo, na verdade, fortalecidos ao considerarmos as consequências nefastas que tal interpretação acarretaria, bem como a violação de princípios estruturais, como a certeza e segurança jurídica.

Os critérios gerais de definição da contrapartida numa OPA obrigatória têm por referência o período de seis meses imediatamente anterior ao do anúncio preliminar da OPA. Este é o período relevante para (i) apurar a existência de aquisições dos valores mobiliários objeto da OPA pelo oferente ou por qualquer das pessoas que se encontre com este em relação para efeitos do artigo 20.º do Cód. VM, por um valor superior ao da contrapartida a oferecer na OPA ou (ii) para a definição do preço médio ponderado.

Considerando que o regime da aquisição potestativa surge, necessariamente, no final de uma OPA, o período de seis meses anterior estará, em qualquer caso, “contaminado” pela contrapartida oferecida nessa oferta. Não poderá ser procedente qualquer interpretação que vise sustentar uma reapreciação dos critérios de definição da contrapartida mínima no momento do registo da aquisição potestativa.

Se, em tempos, existiu algum debate sobre o período relevante para definição da contrapartida no caso de uma OPA voluntária, esse debate foi, acertadamente, encerrado com a alteração promovida pela Lei n.º 99-A/2021. Nos termos do artigo 189.º, n.º 1, a) do Cód. VM foi clarificado que o período relevante para determinação da contrapartida da OPA voluntária derogatória são os seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar dessa OPA, fechando-se, assim, a porta, corretamente em nossa opinião, à interpretação de que a contrapartida da oferta na OPA voluntária derogatória devia ser recalculada (i) à data do registo da OPA voluntária; ou (ii) no momento em que a OPA voluntária se convolvesse em OPA obrigatória.

O cumprimento dos critérios do disposto no artigo 188.º do Cód. VM, a que se refere o aditado i), a), n.º 2 do artigo 194.º do Cód. VM só pode ser interpretado por referência à OPA geral prévia da aquisição potestativa. Não vemos como defensável ou atendível qualquer outra interpretação, em particular, no sentido de uma reabertura da definição dos critérios definidores da contrapartida mínima a ser paga na OPA, nos termos e para os efeitos do artigo 188.º do Cód. VM.

Entendemos, contudo, que o verdadeiro propósito desta alteração legislativa não resulta, pelo menos exclusivamente, de uma tentativa de alinhar a letra do artigo 194.º do Cód. VM com a redação prevista na Diretiva das OPAs, mas sim de colmatar uma lacuna que existia, ainda que com probabilidades práticas de ocorrência, segundo cremos, bastante reduzidas, como resultado da eliminação do duplo patamar de que dependia a utilização do regime da aquisição potestativa.

Com a alteração legislativa introduzida pela Lei 99-A/2021, a contrapartida mínima a pagar no exercício do direito de aquisição potestativa passou a ser igual à da OPA geral ou, caso superior, o maior preço pago pelo oferente ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º, pagou ou se obrigou a pagar pelas ações.

A redação da lei apenas qualificava a OPA prévia como geral, mas não como obrigatória (como vimos ser o caso da Diretiva das OPAs) ou voluntária derogatória (i.e. cumpridora dos requisitos

do artigo 188.º, n.º 1 do Cod. VM), e os pressupostos para a aplicação do regime da aquisição potestativa passaram a exigir apenas a ultrapassagem do patamar de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada - eliminando o segundo limiar de 90% do objeto da OPA.

Em virtude desta alteração, era concebível o seguinte cenário: (i) um oferente com uma participação próxima do limiar dos 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada lançaria uma OPA geral que não respeitasse os critérios de determinação da contrapartida mínima previstos no artigo 188.º do Cód. VM; (ii) caso tal oferente lograsse, na sequência da oferta, ultrapassar o limiar dos 90% dos direitos de voto representativos do capital social, poderia exercer o direito de aquisição potestativa, sem que tal contrapartida alguma vez tivesse sido testada à luz dos critérios previstos no artigo 188.º do Cód. VM, *inter alios*, no referente à equidade da contrapartida.

Este cenário, embora teoricamente possível, seria sempre de aplicação prática incerta. Tal incerteza decorre, não apenas e tão somente pelo contexto, mas também pela informação que seria disponibilizada aos investidores nos documentos da OPA, em particular, no prospeto. Contudo, com as alterações propostas pela Lei 1/2025, este cenário fica excluído.

Por outro lado, a Lei 1/2025 veio, também, alterar a redação prevista para acautelar a situação em que o oferente ou qualquer pessoa consigo relacionada nos termos e para os efeitos do artigo 20.º do Cód. VM., pagaram ou se obrigaram a pagar pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria daqueles que são objeto da oferta, entre o apuramento de resultado da oferta e o registo da aquisição potestativa pela CMVM. Neste caso, as alterações legislativas não nos merecem qualquer reparo.

De todo o modo, entendemos as mesmas como uma mera clarificação do sentido e alcance do regime de aquisição potestativa pré-existente. Por outras palavras, independentemente do valor oferecido na OPA, caso o oferente ou qualquer pessoa consigo relacionada nos termos e para os efeitos do artigo 20.º do Cód. VM, entre o apuramento de resultados da oferta e o registo de aquisição potestativa pela CMVM, paguem ou se obriguem a pagar uma contrapartida superior a um determinado detentor de valores mobiliários da mesma categoria daqueles que são objeto da oferta, então, esse será o valor a pagar a todos os acionistas pelo exercício do direito de aquisição potestativa. Tal impõe o princípio de igualdade de tratamento vigente nas ofertas públicas e consagrado no artigo 112.º do Cód. VM - assegurando-se, assim, que todos os titulares das ações remanescentes, na sequência da OPA, são tratados da mesma forma.

Tendo em consideração o exposto, concluímos que as alterações ora introduzidas no regime da aquisição potestativa não representam uma alteração substancial do regime anteriormente vigente e não deverão ser interpretadas de forma a promover a incerteza ou insegurança na sua aplicação. Trata-se de um regime que é, indiscutivelmente, relevante na dinamização do mercado de capitais. Acreditamos, como sempre, que maior segurança e certeza jurídica na implementação do regime de saída acabará por se refletir positivamente no acesso ao mercado de capitais.