

ESTUDOS EM HOMENAGEM
AO PROF. DOUTOR INOCÊNCIO GALVÃO TELLES

IV VOLUME

NOVOS ESTUDOS DE DIREITO PRIVADO

Estudos organizados
pelos Professores Doutores Antônio Menezes Cordeiro,
Luís Menezes Leitão e Januário da Costa Gomes



ALMEDINA

MANDATORY BID RULE
E ALTERNATIVA NECESSÁRIA EM DINHEIRO:
NOTA SOBRE O ARTIGO 188.º, N.º 3,
DO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

JOÃO SOARES DA SILVA*

1. O artigo 187.º do Código dos Valores Mobiliários ("CVM"), prosseguindo na ordem jurídica portuguesa uma opção e tradição legislativas limitadamente iniciadas com o Código das Sociedades Comerciais ("CSC") em 1986 e depois abertamente desenvolvidas com o Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991 ("Cód. MVM"), consagra a chamada *mandatory bid rule*, impondo a certas pessoas, em certas circunstâncias, o dever de, independentemente de terem nisto interesse ou vontade, formular obrigatoriamente oferta pública de aquisição de âmbito geral, isto é, dirigida à totalidade das acções e outros valores mobiliários que confirmam direitos à subscrição ou aquisição de acções das chamadas sociedades com o capital aberto ao investimento do público (ou simplesmente sociedades abertas), tal como definidas no artigo 13.º do mesmo Código.

Tem sido objecto de longo e muito vivo debate, sobretudo na segunda metade do século XX, não apenas a questão, predominantemente económica mas também com importantes reflexos jurídicos, de saber se é em geral benéfica a aquisição de empresas por oferta pública e a existência e funcionamento de um *market for corporate control*, como, sobretudo, aquela outra de determinar se o chamado "*prémio de controlo*", ou sobrepreço normalmente ligado à aquisição de uma participação de controlo (em relação às aquisições de acções a que o controlo não está associado), deve ser olhado como propriedade exclusiva de quem tem o domínio da sociedade ou, ao invés, como um bem da própria sociedade cujo controlo é adquirido — reclamando, consequentemente, neste último caso, medidas

* Advogado.

legislativas que assegurem a efectiva repartição do prémio por todos os accionistas (entre as quais ocupa precisamente lugar destacado a regra da obrigatoriedade de formulação de oferta pública geral quando exista aquisição de controlo) e repelindo a apropriação exclusiva por aquele ou aqueles que alienem o controlo¹.

Não temos aqui o propósito de discutir ou analisar o fundamento do regime da obrigatoriedade de formulação de ofertas públicas gerais de aquisição de acções das sociedades abertas², visando-se na presente nota tão somente destacar, dentro do regime positivo vigente no direito português, alguns aspectos específicos – os ligados ao estabelecimento, em articulação com a imposição de uma contrapartida mínima, de uma necessária “alternativa em dinheiro” – que, podendo revestir elevada importância prática no contexto das ofertas públicas obrigatórias, se prestam, todavia, a não poucas dúvidas de interpretação e delimitação.

2. No centro mesmo dos regimes onde vigore o princípio de oferta obrigatória está a questão da existência e determinação de uma contrapartida mínima a estabelecer para as ofertas obrigatórias que sejam exigidas.

¹ Para uma análise, enfocada no direito português, desta problemática, lançada com a publicação, em 1932, da obra clássica de BERLE e MEANS *The Modern Corporation and Private Property*, vd PAULO CAMARA, *O dever de lançamento de oferta de aquisição no novo CVM*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II Lisboa, 2000, p. 246/247, e bibliografia aí citada. Cfr., também, no direito anterior, JORGE BRITO PEREIRA, *OPA Obrigatória*, Lisboa, Almedina, 1998, p. 38 e segts.

No direito estrangeiro a bibliografia é abundantíssima. Vejam-se, por todos, em Itália, GIANLUCA ROMAGNOLI, *Le Offerte Pubbliche d'Acquisto Obbligatorie*, CEDAM, Milão, 1996 p. 143 e segts., sobretudo, ROSANNA RICCI, *L'Obbligo di Offerta Pubblica d'Acquisto tra tutela degli azionisti e tutela del mercato*, in *Libera Università internazionale degli studi sociali*, Edizioni Quasar, 1996, p. 11 e segts; em França, ALAIN VIANIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, Editions Francis Lefebvre 1999, p. 44 e segts. e em Espanha, JAVIER GARCIA DE ENTERRIA, *La OPA Obligatoria*, Civitas, 1996, em especial p. 167 a 199.

² Embora não partilhando inteiramente a proposição de PAULO CAMARA (*ob. cit.*, p. 247, nota 112), de que a discussão sobre o tratamento do prémio de domínio deva ter predominantemente lugar à luz dos princípios da *corporate governance*, e, não deixaremos de, em nota marginal, assinalar o papel central que o autor aí atribui, na concepção relativa ao governo societário, aos deveres gerais dos administradores e sua “confirmação positiva no artigo 64.º CSC”, o que vai ao encontro da posição que, então algo desacompanhadamente, tivemos oportunidade de expressar em escrito anterior. Cfr. JOÃO SOARES DA SILVA, *Responsabilidade civil de administradores de sociedades: os deveres gerais e a “corporate governance”*, in *Rev. Ordem dos Advogados*, ano 57, II, Lisboa, 1997.

A este respeito, a opção do legislador português encontra-se vertida nos números 1 e 2 do artigo 188.º do CVM, que dispõem:

“1 – A contrapartida de oferta pública de aquisição obrigatória não pode ser inferior ao mais elevado dos seguintes montantes:

a) 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 pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta;

b) O preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período.

2 – Se a contrapartida não puder ser determinada por recurso aos critérios referidos no n.º 1 ou se a CMVM entender que a contrapartida, em dinheiro ou em valores mobiliários, proposta pelo oferente não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa, por ser insuficiente ou excessiva, a contrapartida mínima será fixada a expensas do oferente por auditor independente designado pela CMVM.”

Problema complementar, mas distinto, do da existência e determinação de uma contrapartida mínima para a oferta obrigatória é, no entanto, o de saber se deve ou não haver algum grau de **predeterminação da natureza da contrapartida**, e, designadamente, se deve exigir-se – sempre ou apenas em algumas circunstâncias, e de modo exclusivo ou alternativo – que aos accionistas destinatários da oferta obrigatória seja assegurada a possibilidade de saída da sociedade com compensação em dinheiro.

É no mesmo preceito do artigo 188.º CVM, agora no seu n.º 3, que a lei portuguesa formula a sua resposta ao quesito, estabelecendo:

“3 – Se a contrapartida consistir em valores mobiliários, deve o oferente indicar alternativa em dinheiro de valor equivalente.”

3. É possível identificar com alguma nitidez na norma do artigo 188.º CVM **cinco níveis de opções legislativas secundárias**, subsequentes à opção básica de consagração da *mandatory bid rule*:

1.º Nos casos de oferta obrigatória a respectiva contrapartida tem de ter um certo nível mínimo;

2.º Esse nível mínimo é apurado através de uma dupla aferição, funcionando o maior valor resultante de dois critérios eleitos;

3.º A contrapartida tanto pode consistir em valores mobiliários como em dinheiro, como, ainda, ter composição mista, de valores mobiliários e dinheiro;

4.º Se a contrapartida consistir em valores mobiliários, o oferente deve “indicar” uma “*alternativa em dinheiro*”;

5.º Essa alternativa em dinheiro cuja indicação é necessária deve ter um “*valor equivalente*”.

Esta disposição do artigo 188.º apresenta diversos aspectos de originalidade relativamente a outros ordenamentos, pelo que interessará um rápido relance de direito comparado.

4. No âmbito da **União Europeia**, a tentativa de adopção de uma Directiva sobre ofertas públicas de aquisição tem um longo e acidentado historial, traduzido na elaboração de múltiplas propostas pela Comissão Europeia ao longo de mais de 13 anos³.

³ Em 9 de Janeiro de 1989, a Comissão apresentou ao Conselho uma primeira proposta de décima terceira directiva no domínio do direito das sociedades relativas às ofertas públicas de aquisição (JO C 64 de 14.3.1989, p.8; exposição de motivos no Bol. CE supl.3/89). Em 10 de Setembro de 1990, a Comissão adoptou uma proposta alterada (JO C 240 de 26.9.1990, p.7 exposição de motivos no documento COM (90) 416 final), em que tomava em consideração os pareceres do Comité Económico e Social (JO C 298 de 27.11.1989, p.56) e do Parlamento Europeu (JO C 38 de 19.2.1990, p.4 1).

A proposta defrontou-se com a forte oposição de alguns Estados-Membros e, em 8 de Fevereiro de 1996, a Comissão apresentou ao Conselho e ao Parlamento Europeu uma nova proposta de décima terceira directiva relativa às ofertas públicas de aquisição (JO C 62 de 6.6.1996, p.5; exposição de motivos no documento (COM (95) 655 final), tendo, em finais de 1997, a Comissão adoptado uma proposta alterada que tomava em consideração os pareceres emitidos pelo Comité Económico e Social e pelo Parlamento Europeu.

Em 19 de Junho de 2000, o Conselho adoptou a sua posição comum por unanimidade (JO C 23 de 24.01.2001, p.1) Em Dezembro de 2000, o Parlamento Europeu, em segunda leitura, propôs um determinado número de alterações (JO C 232 de 17.8.2001, p.168) que não recolheram o aval do Conselho. O procedimento de conciliação daí decorrente foi encerrado mediante um acordo obtido no âmbito do Comité de Conciliação, em 6 de Junho de 2001.

Em 4 de Julho de 2001, verificou-se uma divisão das posições no Parlamento Europeu, tendo o texto de compromisso sido rejeitado com 273 votos contra e 273 a favor.

A Comissão decidiu então apresentar uma nova proposta de Directiva, tendo, para tal, instituído um Grupo de Alto Nível de peritos no domínio do direito das sociedades, sob a presidência de Jaap Winter, a fim de lhe apresentar propostas com vista a solucionar os problemas colocados pelo Parlamento Europeu, tendo as recomendações formuladas por este Grupo constado do seu relatório, publicado em Janeiro de 2002 (Relatório do Grupo

A mais recente proposta da Comissão é a Proposta de 13ª Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às Ofertas Públicas de Aquisição apresentada em 2 de Outubro de 2002⁴.

Está longe de ser fácil, na presente data, prever a evolução e vicissitudes que esta actual proposta de 13ª Directiva poderá ainda vir a sofrer. Na matéria que nos ocupa interessa, porém, registar que ela consagra as seguintes orientações:

a) Adopta resolutamente, tal como na proposta anterior, o princípio da *mandatory bid* (n.º 1 do artigo 5.º)⁵:

b) Estabelece, para a oferta obrigatória, um regime de exigência de “*preço equitativo*” – para cuja definição, porém, se basta com um único critério (fundado no preço de aquisição praticada pelo oferente ou pessoas relacionadas num certo período), embora não vedando de todo a adopção pelas leis nacionais de outros critérios (n.º 4 do mesmo artigo 5.º)⁶

de Alto Nível de peritos no domínio do direito das sociedades, comissão europeia, Bruxelas, 10.1.2002).

⁴ COM (2002) 534 final, 2.10.2002.

⁵ Diz o n.º 1 do artigo 5.º da Proposta:

“1. Sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por outras pessoas que com ela actuam em concertação, venham a deter valores mobiliários de uma sociedade na acepção do n.º 1 do artigo 1.º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação lhe confira directamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros deverão assegurar que essa pessoa seja obrigada a lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível o todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade dos seus valores mobiliários, a um preço equitativo.”

⁶ Este n.º 4 do artigo 5.º da Proposta dispõe:

“4. Por preço equitativo, entende-se o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele actuam em concertação, ao longo de um período de seis a doze meses que precede a oferta prevista no n.º 1.

Os Estados-Membros podem autorizar as autoridades de supervisão a alterar o preço referido no primeiro parágrafo em circunstâncias e de acordo com critérios claramente determinados. Para o efeito, estabelecerão uma lista de circunstâncias em que o preço mais elevado pode ser alterado, tanto no sentido da sua subida como descida, por exemplo, se o preço mais elevado tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o vendedor, se os preços de mercado dos valores mobiliários em causa tiverem sido manipulados, se os preços de mercado em geral ou em especial tiverem sido afectados por acontecimentos excepcionais, ou a fim de permitir a recuperação de uma empresa em situação difícil. Podem igualmente definir os critérios a utilizar em tais casos como, por exemplo, o valor médio de mercado ao longo de um determinado período, o valor de liqui-

c) Permite a ausência de compensação em numerário, prevendo que a contrapartida da oferta obrigatória seja constituída **exclusivamente por valores mobiliários**, desde que estes sejam valores cotados e dotados de liquidez⁷, num compromisso que pode, residualmente, obrigar à existência de uma alternativa em dinheiro nos casos de aquisições recentes em numerário (n.º 5, ainda do artigo 5.º)⁸

Se as duas primeiras orientações desta Proposta de Directiva de 2 de Outubro de 2002 correspondiam ao que era já a inclinação predominante das legislações nacionais (apenas a Alemanha, até muito recentemente, e a Holanda não tinham adoptado o princípio da OPA obrigatória), já a terceira, respeitante à autorização ou não, para a *mandatory bid*, de contrapartida em valores mobiliários (e, nesse caso, à exigência ou não de uma alternativa em dinheiro) resultou de laborioso compromisso.

dação da sociedade ou outros critérios objectivos de avaliação geralmente utilizados na análise financeira.

Qualquer decisão das autoridades de supervisão no sentido de alterar o preço equitativo deve ser sempre fundamentada e divulgada ao público."

A circunstância de a lei portuguesa ter adoptado uma protecção reforçada, traduzida numa aferição pelo maior valor resultante de um duplo critério (à semelhança de leis mais modernas como a italiana e austríaca) é posta em relevo por PAULO CÂMARA, *O dever...*, p. 249.

⁷ A exigência de que os valores mobiliários sejam valores cotados com liquidez encontra paralelo, embora em moldes não coincidentes, na legislação portuguesa. Com efeito, o artigo 177.º do CVM, depois de estabelecer, no seu n.º 1 que "A contrapartida pode consistir em dinheiro, em valores mobiliários emitidos ou a emitir, ou ser mista", exige, n.º 3, que "Se a contrapartida consistir em valores mobiliários, estes devem ter adequada liquidez e ser de fácil avaliação abrindo a alínea h) do artigo 55.º do CVM a possibilidade de intervenção regulamentar da "CMVM" quanto aos valores mobiliários admissíveis."

⁸ O n.º 5 do artigo 5.º da Proposta estabelece:

"5. A contrapartida proposta pelo oferente pode ser exclusivamente constituída por valores mobiliários dotados de liquidez.

Sempre que a contrapartida proposta pelo oferente não consistir em valores mobiliários dotados de liquidez admitidos à negociação num mercado regulamentado, os Estados-Membros podem prever que essa contrapartida deva incluir uma parte em numerário, pelo menos a título de opção.

Em todo o caso, o oferente deve propor, pelo menos como alternativa, uma contrapartida em numerário quando tiver adquirido em numerário mais de 5% de valores mobiliários ou direitos de voto da sociedade visada, a título individual ou em conjunto com pessoas que com ele actuam em concertação, num período que se inicie três meses antes do lançamento da sua oferta nos termos do n.º 1 do artigo 6.º e até ao termo do período de aceitação da oferta."

Segundo a nota a própria Comissão em formulação sintética⁹ registou-se, nas discussões que precederam a Proposta, uma maioria de países favorável à existência da necessidade de contrapartida (ou alter-nativa) em dinheiro, com base nos seguintes argumentos:

a) (Só) a contrapartida (ou alternativa) em dinheiro dá efectivamente aos accionistas da sociedade a escolha entre sair da sociedade ou permanecer nesta como accionistas sob novo controlo¹⁰;

b) No caso de contrapartida em acções com alternativa em dinheiro, esta última protege os accionistas da sociedade visada contra a queda de valor dos valores mobiliários oferecidos em contrapartida, mas permite-lhes beneficiar do acréscimo desse valor.

Em contraponto, porém, a Comissão refere também que um "considerável número" de países se opôs à consagração obrigatória de uma alter-nativa em dinheiro, aduzindo designadamente, como contrargumentação:

a) A exigência de contrapartida (ou alternativa) em dinheiro impede uma sociedade oferente de obter os fundos necessários para a operação directamente junto dos accionistas da sociedade visada¹¹;

b) A exigência de tal contrapartida (ou alternativa) eleva o custo de transacção de ofertas públicas, especialmente se se tiver em conta a tendência para exigir que elas abranjam 100% de capital da sociedade visada, o que representaria um radical desfavor relativamente à situação existente, em que muitas das mais vultuosas aquisições podem ser feitas (e na realidade geralmente só se fazem) através de oferta pública de troca de acções;

c) As ofertas públicas que oferecem como contrapartida apenas valores mobiliários produzem um acréscimo de liquidez dos títulos oferecidos como contrapartida e, consequentemente, da liquidez do mercado em geral.

⁹ Comissão Europeia (Mercado Interno) Q & A on Proposed Takeover Directive, Maio de 2002.

¹⁰ Também PAULO CÂMARA, *O dever...*, cit., p. 252/253 subscree o argumento ao citar FRANCESCO CARBONETTI, *Le nuove discipline delle offerte pubbliche di acquisto*, p. 1363, dizendo que a contrapartida em valores mobiliários emitidos pelo oferente não impede que o accionista fique "preso" na sociedade, apenas o fará "mudar de cárcere".

¹¹ Este argumento é, ao invés, apreciado negativamente por PAULO CÂMARA, *O dever...*, cit., p. 252, que qualifica como "risco sério" a possibilidade de fazer recair sobre o destinatário da oferta o esforço financeiro da tomada.

Tendo presente essa discussão, a Comissão veio a optar por *não propor, como regra, a exigência de contrapartida (ou sequer alternativa) em dinheiro* nas ofertas obrigatórias de aquisição. Mas, mais ainda, pode até ter querido – de modo sem dúvida algo surpreendente – restringir severamente a liberdade aos Estados-Membros, seja para exigir sempre contrapartida em dinheiro (vedando a contrapartida em valores mobiliários) na OPA obrigatória, seja para admitir a contrapartida em valores mobiliários mas apor-lhe a exigência de necessária alternativa em dinheiro.

Com efeito, pelo menos numa interpretação *a contrario sensu* – e com as reservas que, como é sabido, este tipo de caminho interpretativo deve sempre suscitar – o n.º 5 do artigo 1.º da Proposta de 13ª directiva poderá ser lido como **só autorizando** os Estados-Membros a exigir contrapartida (ou alternativa) em dinheiro (para além dos casos do 3.º parágrafo, em que isso é obrigatório) quando a contrapartida em valores mobiliários não seja constituída por valores admitidos à negociação em mercado regulamentado, o que, a vingar (e a ter efectivamente este significado, o que neste momento deixamos ainda com a assinalada reserva) poderá pôr em causa, para futuro, a licitude das disposições como a do n.º 3 do artigo 188.º do CVM português.

A diversidade de soluções era, aliás, o panorama que à data da Proposta se verificava – e continua a verificar – em algumas das principais ordens jurídicas europeias, como de seguida brevemente veremos.

5. No direito alemão, a matéria respeitante às ofertas públicas só muito recentemente apareceu regulada¹² na lei de ofertas públicas aprovada em 15 de Novembro de 2001 e que teve o seu início de vigência no dia 1 de Janeiro de 2002. A *Lei das Ofertas de Aquisição alemã (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz)* distingue três tipos de ofertas: ofertas de aquisição (Capítulo 3), ofertas públicas de aquisição (Capítulo 4) e ofertas obrigatórias (Capítulo 4).

Nas simples ofertas de aquisição, reguladas no Capítulo 3, não se exige que o oferente disponibilize contrapartida em dinheiro.

Relativamente às ofertas públicas de aquisição e às ofertas obrigatórias, o regime da nova lei alemã (§29 a §39), compreende os seguintes ele-

¹² Tendo em conta a longa tradição alemã de prevalência da orientação de que os direitos dos accionistas minoritários podem ser protegidos por mecanismos diversos da oferta pública obrigatória, é com manifesta satisfação que a Comissão Europeia no documento acima referido (nota 9 supra) assinala que também a Alemanha acaba de se “converter” à solução da *mandatory bid*.

mentos essenciais, quanto às contrapartidas que deverão ser propostas pelo oferente:

a) a contrapartida oferecida deverá ser adequada e *poderá consistir em dinheiro ou em valores mobiliários líquidos* admitidos à negociação em mercado regulamentado;

b) a contrapartida oferecida corresponderá à média ponderada do preço por acção nos três meses anteriores à oferta ou o maior preço pago pelo oferente (ou sua subsidiária) no mesmo período;

c) a contrapartida deverá ser objecto de ajustamento sempre que o oferente tenha, directa ou indirectamente, adquirido, no período entre a publicação do documento da oferta e a publicação do resultado final da oferta, acções com contrapartida em valor mais elevado do que aquele indicado na oferta;

d) a contrapartida será obrigatoriamente em dinheiro quando o oferente (i) tenha, directa ou indirectamente, adquirido, com contrapartida em dinheiro, uma participação correspondente a, pelo menos, 5% das acções ou dos direitos de voto da sociedade visada, nos três meses anteriores ao anúncio da decisão de aquisição ou (ii) tenha adquirido, com contrapartida em dinheiro, uma participação correspondente a, pelo menos, 1% das acções ou dos direitos de voto na sociedade visada, no período após o anúncio da decisão de aquisição e antes do fecho do período da oferta;

e) a contrapartida será ajustada sempre que o oferente adquira, no período de um ano após o fecho da oferta, participação a preço mais elevado, caso em que deverá pagar a diferença a todos os accionistas que tenham aceite a oferta inicial em dinheiro, excepto quando tal participação tenha sido adquirida em bolsa ou na sequência do exercício, pelos accionistas, de um direito estatutário de alienação das suas participações, no âmbito de uma operação de fusão, cisão ou de transferência de activos, ou ainda do exercício do direito de subscrição da emissão de novas acções.

Na Alemanha, *não há, pois, obrigação de alternativa em dinheiro* quando a contrapartida consiste em valores mobiliários líquidos admitidos à negociação em mercado regulamentado, mas há casos residuais (inspirados no *City Code* inglês, como veremos, e também acolhidos na Proposta de 13ª Directiva) em que a alternativa tem (exclusivamente) de consistir em dinheiro.

6. Em Espanha, o regime das ofertas públicas de aquisição foi estabelecido no *Real Decreto* 1.197/1991, de 26 de Julho, alterado pelos *Reales*

Decreto 437/1994, de 11 de Março, 2590/1998, de 7 de Dezembro, 1676/1999, de 29 de Outubro e 1443/2001, de 21 de Dezembro¹³.

O regime da contrapartida oferecida em OPA diverge conforme se esteja perante o caso das chamadas ofertas de “*exclusão de negociação*” – únicas nas quais é obrigatório oferecer contrapartida em dinheiro – ou perante OPAs concorrentes e demais OPAs (obrigatórias ou voluntárias), nas quais ao oferente assiste a faculdade de oferecer contrapartida em dinheiro ou em valores mobiliários.

Relativamente, com efeito, à generalidade das OPAs (obrigatórias ou voluntárias), rege o art. 10.º do *Real Decreto* 1197/1991, epigrafado “*contra-prestaciones ofrecidas*”, que estipula:

“1. Salvo en aquellos supuestos previstos en este *Real Decreto* en los que sólo queda contraprestación en dinero, las ofertas públicas de adquisición podrán formularse como compra venta, como permuta o como ambas cosas a la vez y deberán asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias.

2. En caso de compraventa, la contraprestación en dinero se expresará en pesetas para cada valor unitario.

3. Las permutas que se propongan serán claras en cuanto a la naturaleza, valoración y características de los valores que se ofrezcan en canje, así como en cuanto a las proporciones en que hayan de producirse.

13 A lei espanhola dispõe que o pedido de exclusão da negociação em Bolsa de determinados valores mobiliários pode ser condicionado, pela entidade de supervisão, ao dever de lançamento de OPA – as designadas ofertas de “*exclusión de la negociación*” – nos casos em que esta entidade considere que tal exclusão de negociação possa lesar os legítimos interesses dos titulares.

A OPA de exclusão de negociação distingue-se pelos seguintes elementos essenciais:

- a) coincidência na sociedade obrigada ao seu lançamento da condição de oferente e da condição de sociedade emite dos valores cuja aquisição se pretende;
- b) obrigação de que a OPA seja dirigida à aquisição das acções cuja exclusão se pretende e ainda à aquisição de todas as obrigações convertíveis em acções e demais valores que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, não existindo o dever de estender a oferta aos accionistas que tenham votado a favor da exclusão e que imobilizem os seus valores no período de aceitação da oferta (art 7.º, n.º 2).

Nesses casos, o oferente terá que oferecer contrapartida em dinheiro, por exigência do n.º 3 do artigo 7.º, mas a obrigatoriedade de contrapartida em dinheiro deriva aqui, como é bom de ver, da própria razão de ser específica deste tipo de OPA, enquanto meio de tutela dos titulares dos valores mobiliários que serão objecto de exclusão de cotação oficial e, portanto, afectados pela perda de liquidez que acarreta a transformação da sociedade em sociedade fechada.

4. En caso de permuta, sólo podrán ofrecerse en canje valores admitidos a negociación en Bolsa de Valores española o en Bolsa radiada en algún Estado miembro de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), o valores a emitir por la propia Sociedad oferente, siempre que su capital esté total o parcialmente admitido a negociación, que la emisión de los valores esté sujeta a la preceptiva verificación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y que el oferente adquiriera el compromiso expreso de solicitar la admisión a negociación de los nuevos valores en un plazo de tres meses, a partir de la publicación del resultado de la oferta.”

Note-se que, relativamente às *ofertas concorrentes*, o regime inicial constante do *Real Decreto* 1197/1991 impunha a obrigatoriedade de contraprestação em dinheiro, estipulando a alínea c) do artigo 33.º que “*la contraprestación, en todo o caso, deberá ser en metálico*”.

A justificação deste regime especial não era clara, e era manifesta a dificuldade da doutrina em ensaiar uma explicação plausível, que acabaria por se reconduzir à facilidade de confronto com a oferta inicial¹⁴. O artigo foi, todavia, objecto de alteração na linha geral de orientação do sistema, isto é, no sentido de excluir, também nas OPAs concorrentes, a obrigatoriedade de contrapartida em dinheiro, dispondo hoje a alínea d) do artigo 33.º, tal como alterado, que “*d) las contraprestaciones podrán adoptar cualquiera de las modalidades previstas en el artículo 10 del presente Real Decreto*”.

O regime jurídico espanhol das ofertas públicas de aquisição acaba de ser objecto de reformulação relativamente profunda, operada pelo recentíssimo *Real Decreto* 432/2003, de 11 de Abril de 2003, que veio modificar extensamente algumas disposições do *Real Decreto* 1197/1991, sobretudo no que à definição de oferta obrigatória diz respeito.

¹⁴ MIGUEL SÁNCHEZ-CAERO GUILLARFE. Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS). Comentário sistemático del *Real Decreto* 1197/1991, Volumen 1, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1993, págs. 629 e 630, por exemplo, referia, para aludir à razão desta obrigatoriedade: “*otro de los aspectos que hacen atractiva una oferta competitiva para sus destinatarios, puesto que podemos que, al margen de la eventual elevación del precio que puede implicar la presentación de una oferta competitiva, reglamentariamente se exige de quien la realiza que ofrezca una contraprestación en metálico*”, que siempre merece una mejor valoración por parte de los destinatarios de ofertas públicas de adquisición por la fácil evaluación de la contraprestación, a diferencia de lo que sucede cuando se ofrece la permuta por otros valores a una contraprestación mixta que incluye esta permuta junto al pago de la suma de dinero”.

Mas tais modificações não incidiram no sistema de contrapartidas, que continua a ser essencialmente regido, mesmo no que concerne às novas hipóteses de OPA obrigatória, pelas disposições do artigo 7.3. do Real Decreto 1197/1991¹⁵.

7. No **direito italiano** o Decreto legislativo 24.02.1998, n. 58 aprovado nos termos dos artigos 8 e 21 da Lei de 6 Fevereiro 1996, n. 52, com as alterações introduzidas pelo Decreto legislativo 11.4.2002, n. 61 dispõe o seguinte:

Art. 106

(Offerta pubblica di acquisto totalitaria)

1. *Chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia dei trenta per cento, promuove un' offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni ordinarie.*

2. *L'offerta è promossa entro trenta giorni a un prezzo non inferiore alla media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall' offerente per acquisti di azioni ordinarie.*

3. *La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui:*

a) *la partecipazione indicata nel comma 1 è acquisita mediante l'acquisto di partecipazioni in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società con azioni quotate;*

b) *l'obbligo di offerta consegue ad acquisti da parte di coloro che già detengono la partecipazione indicata nel comma 1 senza disporre della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria;*

¹⁵ O *Real Decreto* 432/2003, de 11 de Abril, surgiu na sequência do profundo mal-estar, e até escândalo público, que, no mercado de capitais espanhol suscitou uma série de aquisições de controlo sobre empresas cotadas (em especial, grandes construtoras como a Dragados) através da aquisição de participações que, por se situarem abaixo do limiar relevante de 25% não originavam a obrigação de oferta pública geral, não obstante a imediata assunção pela adquirente de controlo do órgão de administração. As principais modificações introduzidas dizem, assim, respeito à obrigação de OPA geral nos casos em que se verificarem certos índices de controlo diversos da percentagem de capital detida ou adquirida (em especial a designação, directa ou indirecta de certo número de membros do órgão de administração), bem como a regulação da trunificação desses novos casos. Adicionalmente, admitiu-se e regulou-se também a formulação de ofertas condicionadas ao mecanismo para combater blindagens societárias, alargou-se, de 75% para 100%, o objecto das ofertas obrigatórias e afinaram-se procedimentos com vista a limitar os riscos de fuga de informação e *insider trading* na fase de lançamento de ofertas.

c) *il corrispettivo dell'offerta può essere costituito in tutto o in parte da strumenti finanziari.*

4. *L'obbligo di offerta non sussiste se la partecipazione indicata nel comma 1 è detenuta a seguito di un'offerta pubblica di acquisto diretta a conseguire la totalità delle azioni ordinarie."*

Ora, o *Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti* (aprovado pela Consob pela deliberação n. 11971 de 14 Maio 1999 e sucessivamente modificado pelas deliberações n. 12475 de 6 Abril 2000, n. 13086 de 18 Abril 2001, n. 13106 de 3 Maio 2001, n. 13130 de 22 Maio 2001) explicita, ao abrigo do disposto no citado artigo 106 n.º 3 c) da Lei n. 52:

'Art 47

(Corrispettivo in strumenti finanziari)

1. *Nelle offerte previste dall'articolo 106, comma 1, del Testo Unico il corrispettivo può essere costituito da strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato in un paese dell'Unione Europea, se le operazioni compiute nei dodici mesi precedenti il superamento della soglia hanno avuto come corrispettivo, nella stessa proporzione, i medesimi strumenti finanziari. Gli strumenti finanziari sono sempre valutati ad un prezzo non superiore al prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi.*

2. *Nelle offerte previste dall'art 106, comma 4, del Testo Unico il corrispettivo può essere costituito da strumenti finanziari se ammessi a quotazione in mercati regolamentati dell'Unione Europea."*

8. No **direito inglês**, o *City Code on Takeovers and Mergers*¹⁶ dispõe, relativamente às ofertas públicas obrigatórias, na Rule 9.5:

"9.5 Consideration to be offered

(a) Offers made under this Rule must, in respect of each class of share capital involved, be in cash or be accompanied by a cash alternative at not less than the highest price paid by the offeror or any person acting in concert with it for shares of that class during the offer period and within 12 months prior to its commencement. (...)

(b) If the offeror considers that the highest price should not apply in a particular case, the offeror should consult the Panel which has discretion to agree an adjusted price."

¹⁶ Citamos aqui a 7ª edição, publicada em 1 de Maio de 2002.

Relativamente às ofertas voluntárias, rege a Rule 11.1:

"Except with the consent of the Panel in cases failing under (a) or (b), a cash offer is required where:

(a) the shares of any class under offer in the offeree company purchased for cash (but see Note 5) by an offeror and any person acting in concert with it during the offer period and within 12 months prior to its commencement carry 10% or more of the voting rights currently exercisable at a class meeting of that class, in which case the offer for that class shall be in cash or accompanied by a cash alternative at not less than the highest price paid by the offeror or any person acting in concert with it for shares of that class during the offer period and within 12 months prior to its commencement; or

(b) subject to paragraph (a) above, shares of any class under offer in the offeree company are purchased for cash (but see Note 5) by an offeror or any person acting in concert with it during the offer period, in which case the offer for that class shall be in cash or accompanied by a cash alternative at not less than the highest price paid by the offeror or any person acting in concert with it for shares of that class during the offer period.

E diz a Note 5 a esta rule 11.1:

"5. Acquisitions for securities

For the purposes of this Rule, shares acquired by an offeror and any person acting in concert with it in exchange for securities, either during or in the 12 months preceding the commencement of the offer period will normally be deemed to be purchased for cash on the basis of the value of the securities at the time of the purchase. However, if the vendor of the offeree company shares is required to hold the securities received in exchange until either the offer has lapsed or the offer consideration has been posted to accepting shareholders, no obligation under Rule 11.1 will be incurred."

Temos, pois, que no direito inglês, se consagram **duas realidades jurídicas distintas**:

a) A *cash offer*, nos casos em que tenha havido aquisições excedendo 10% nos 12 meses anteriores ao início da oferta ou durante o período desta (sendo, então, indiferente se essas aquisições foram em dinheiro ou em valores mobiliários, já que estas últimas se consideram, como regra, feitas em dinheiro na base do valor dos valores mobiliários utilizados);

b) A *(securities offer) accompanied by a cash alternative*, permitida ao oferente nos demais casos de oferta obrigatória.

Interessa-nos particularmente esta última, cujo entendimento e prática em Inglaterra ajudará a situar e interpretar o regime português quanto à exigência de alternativa em dinheiro e, sobretudo, quanto ao (singular) requisito de "equivalência" que a lei portuguesa lhe decidiu acrescentar. Continuemos, por isso, a análise do sistema britânico já em confronto com a evolução da legislação portuguesa.

9. No anterior Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991, as ofertas gerais obrigatórias de aquisição abrangiam **dois tipos diversos** de situações: as *subsequentes*, ou seja, aquelas (a que hoje se continuam a referir os artigos 187.º e 188.º do CVM) em que se tinha ultrapassado certo limiar de participação (*rectius*, de direitos de voto, próprios ou imputados) bem como, também, as que se poderiam dizer "*prévias*", aquelas em que simplesmente se visasse essa ultrapassagem (nas quais, em rigor, a oferta pública de aquisição correspondia a um ónus).

E para ambas estabelecia (na sua última redação, introduzida pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro), o artigo 528.º do Cód.MVM:

"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 transações dos valores em causa, o montante determinado, a expensas do oferente, por um perito qualificado e independente, que a CMVM designará quando en-

tenda que a contrapartida em dinheiro ou em valores mobiliários, posta pelo oferente, não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa.”

De entre as perplexidades que então suscitava a determinação do alcance e significado exacto desta disposição do Código do Mercado de Valores Mobiliários que, nas ofertas gerais obrigatórias, exigia que estas fossem em dinheiro “ou acompanhadas de uma alternativa em dinheiro”, não podendo esta ser inferior a certos parâmetros históricos (média de cotação dos últimos 12 meses, maior preço pago pelo oferente e pessoas conexas no mesmo período), estava, muito em especial, a circunstância de a esses requisitos se acrescentar, todavia, o de que a alternativa em dinheiro tivesse de ser “equivalente à contrapartida em valores mobiliários que for eventualmente proposta”, exigência singular relativamente a outros ordenamentos e que se mostrava de muito difícil justificação e delimitação.

A análise e aprofundamento desta (singular) exigência da lei portuguesa tinha já então feito adensar a hipótese de que ela teria tido na origem uma cópia deturpada do regime instituído no Reino Unido pelo *City Code on Take Overs and Mergers*.

É difícil, com efeito, não julgar aquela nossa antiga disposição do artigo 528, n.º 6, do Código do Mercado de Valores Mobiliários directamente inspirada na acima transcrita “Rule 9.5” do *City Code*, conforme aliás, tinha reconhecido a doutrina¹⁷.

Uma diferença, porém, muito importante relativamente à legislação portuguesa do Cód. MVM era, desde logo, a de que a “Rule 9.5”, ao estabelecer regras de contrapartida obrigatória, se aplicava, tal como aquela pregressa norma portuguesa, às ofertas *subsequentes* (posteriores à ultrapassagem pelos interessados de certos limites de participações), *mas só a essas e não também às OPAs ditas “prévias”* (em que o interessado pretendia adquirir participação relevante ou de controlo), às quais, todavia o

¹⁷ Cfr. J. BRITO PEREIRA, *OPA Obrigatória*, cit., p. 359, embora referindo ser o sistema inglês “em tudo idêntico àquele constante do regime nacional”, o que não podemos subscrever. Este autor refere-se também à “Note 1”, mas traduzindo-a inexactamente (traduz “when shares have been acquired” como “quando as acções sejam adquiridas”, em vez de “quando as acções hajam sido adquiridas”), pelo que passa à margem da questão que no texto analisamos.

No direito actual e perante a disposição do artigo 188.º do CVM, o mesmo reconhecimento de inspiração no direito britânico é expressamente feito por PAULO CÂMARA, *O dever...*, cit., p. 252.

legislador português – porventura com insuficiente ponderação – as estendeu também. É o que resulta, com efeito, da “Rule 9.1”, à qual a “Rule 9.5” se reporta.

E em *nenhum lugar* do *City Code* se continha, também, a exigência de que a “cash alternative” tivesse de ser *equivalente à contrapartida (concretamente) oferecida em valores mobiliários*.

Donde viria, então, essa (singular) exigência acolhida na alínea a) do n.º 6 do artigo 528.º Cód. MVM?

Conforme é sabido, as “Rules” do “City Code” são publicadas acompanhadas de “Notes” da instância auto-regulatória encarregada de supervisionar a sua aplicação, o “Panel on Take Overs and Mergers”.

Ora, precisamente a “Rule 9.5” que o legislador português do Cód. MVM parece ter quase integralmente copiado, tem uma “Note 1” do seguinte teor:

“1. Nature of consideration

When shares have been acquired for a consideration other than cash, the offer must nevertheless be in cash or be accompanied by a cash alternative of at least equal value, which must be determined by an independent valuation.
(...)”.

É aqui – só aqui – que aparece, na regulamentação inglesa, a referência a “cash alternative of at least equal value”. Mas é bom de ver que, por um lado, ela aparece num contexto que é *privativo das ofertas públicas subsequentes e radicalmente diverso do aplicável a ofertas públicas “prévias”*: aquele em que, tendo havido *no passado* (“have been”) aquisições cujo montante fez desencadear uma oferta pública geral obrigatória (único caso, repete-se, em que a oferta obrigatória existe em Inglaterra), tais aquisições *foram historicamente feitas com contrapartida em valores mobiliários*. Só aí, *nessa limitada hipótese* – muito compreensivelmente, uma vez que se trata de mera concretização da regra de pagamento de igual valor, mas de forma que, por outro lado, facilmente se verifica que *nada tinha a ver* com a norma portuguesa da alínea a) do n.º 6 do artigo 528.º – se aplica o princípio da “paridade” entre contrapartida em espécie e alternativa em dinheiro, e, mesmo assim, para o limitado efeito de ajudar a estabelecer o valor mínimo histórico praticado a aplicar.

Daqui, pois, o foco inicial da aludida suspeita de se estar perante um possível caso de importação distorcida de regulamentação estrangeira¹⁸.

¹⁸ Note-se, aliás, que a confusão ia ao ponto de o artigo 528.º Cód. MVM, pelo

10. Como é sabido, o actual Código dos Valores Mobiliários – acompanhando a orientação da lei inglesa e o que é também a tendência de grande parte das mais modernas legislações – extinguiu a obrigatoriedade das ofertas obrigatórias “prévias” (parciais ou gerais), passando a estabelecer a obrigatoriedade de oferta pública apenas subsequente, isto é, somente nos casos em que a ultrapassagem dos limiares relevantes do direito de votos tivesse já ocorrido.

E, ao fazê-lo, mudou também significativamente a forma de referência à “alternativa em dinheiro”.

Onde antes, com efeito, no artigo 528.º, n.º 6 do Cód. MVM, se referia que a contrapartida em valores mobiliários devia ser “acompanhada de uma alternativa em dinheiro” e se exigia que esta fosse “equivalente à contrapartida em valores mobiliários que for eventualmente proposta”, passa agora a dizer-se simplesmente, no n.º 3 do artigo 188.º do CVM, que o oferente deve “indicar uma alternativa em dinheiro” e acrescenta-se apenas, de modo mais elíptico, que esta deve ser “de valor equivalente”.

Sem terem desaparecido todos os problemas interpretativos que a norma anterior suscitava, julgamos, no entanto, que esta evolução legislativa, – pese embora alguma timidez e hesitação da linguagem empregue, que se situa francamente àquém da clareza desejável – facultará hoje apoios mais sólidos para procurar respostas.

11. Uma das interrogações que o artigo 528.º Cód. MVM suscitava era a de ajuizar da susceptibilidade de, na exigência de contrapartida em dinheiro feita pela lei portuguesa, se poder distinguir – como se distingue na lei e na prática inglesa – entre “alternativa cash alternative” e “cash offer”, sendo esta “alternativa cash offer” uma (mas não a única) forma de assegurar a “alternativa em dinheiro”.

Dito por outras palavras, tratava-se de saber se, na lei portuguesa, a necessária alternativa em dinheiro, nas ofertas em que fosse proposta contrapartida em valores mobiliários, tinha sempre e necessariamente de se traduzir na formulação de uma oferta com prestação alternativa de

menos na sua literalidade, nem sequer exigir que a contrapartida em valores mobiliários, se oferecida, respeitasse, ela própria, o padrão mínimo: ela devia ser sempre “acompanhada de alternativa em dinheiro” e só esta, aparentemente, estava sujeita a valor mínimo, sendo possível (pelo menos literalmente, repete-se, sem aqui aprofundar o tema), que a contrapartida em valores mobiliários não obedecesse ao limiar mínimo, desde que a alternativa em dinheiro respeitasse os respectivos critérios... entre os quais, em evidente circularidade, se encontrava o de ser de valor equivalente àquela contrapartida em valores mobiliários.

escambo (a título principal) ou compra (com escolha pertencente ao destinatário) ou se, pelo contrário, a exigência de uma alternativa em dinheiro se podia também assegurar por outros meios idóneos diversos da oferta com prestação alternativa.

A prática inglesa da “cash alternative” evidencia a este respeito uma grande flexibilidade, possibilitando, designadamente, que para além da “alternative cash offer” a “cash alternative” possa também ser atingida por meio de *underwriting* – o chamado, na prática inglesa, “cash *underpinning*” – ou seja, sendo facultado aos destinatários das ofertas (por um terceiro, normalmente o *financial advisor* do oferente ou um sindicato em que este se integra) a aquisição subsequente a dinheiro das acções que tiverem sido oferecidas e recebidas como (única) contrapartida da oferta, nessa aquisição subsequente consistindo, e com ele se satisfazendo, a “alternativa em dinheiro” exigida pelo *City Code*.

E isso tem, aliás, consagração positiva explícita: a “Note 2” à “Rule 2” do *City Code on Take Overs and Mergers* fala expressamente em “cash alternative by way of *underwriting*”¹⁹.

¹⁹ O *underwriting* de oferta pública através de *cash underpinning* tem-se mostrado em Inglaterra um dos métodos eficazes de financiamento da oferta pública de aquisição suportada através da emissão de novas acções quando o oferente queira também (ou tenha obrigação legal de) proporcionar uma alternativa em dinheiro. A prática tem mostrado dois tipos principais de estruturas de *cash underpinning*: numa delas (por ex., OPA da Granada sobre a Forte e da Rentokil sobre a BET em 1996) é o oferente quem entrega directamente dinheiro aos accionistas da sociedade visada, tomando por sua vez o *underwriter* ou sindicato de *underwriters* as acções oferecidas não aceites pelos destinatários. Como é óbvio, não é esta modalidade que apresenta interesse para as questões abordadas no texto, visto que ela se reconduz essencialmente a uma garantia de colocação ou tomada firme.

Numa modalidade mais estruturada, porém, orientada para uma multiplicidade de imperativos práticos (v.g. evitar ou diferir a imediata tributação em mais valias dos destinatários da oferta através da recepção primária de acções, e, sobretudo, permitir o “merger account” e consequente neutralidade fiscal da operação, configurando-a como uma *share for share exchange*), generalizou-se depois o *cash underpinning* através da entrega aos accionistas da sociedade visada sempre e só dos valores mobiliários oferecidos como única contrapartida da oferta, sendo perante estes destinatários que outra entidade diversa do oferente, a entidade financeira ou sindicato responsável pelo *cash underpinning* assume concomitante obrigação de aquisição, a dinheiro, das acções recebidas como contrapartida da oferta. Asseguram-se, assim, em simultâneo, dois objectivos: o de que a oferta seja unicamente em espécie e totalmente financiada por acções, e o de proporcionar aos accionistas que o desejem um efectivo *way out* com compensação em dinheiro (e, desse modo, uma efectiva alternativa em dinheiro, embora sem haver contrapartida alternativa em dinheiro, na própria oferta pública).

Este é hoje um dos dois principais meios de financiamento das aquisições que o

Pois bem: já no domínio do artigo 528.º do Cód. MVM nos inclinávamos para que a solução deste ponto devia ser no sentido da não exclusividade, perante a lei portuguesa, de a “*alternativa em dinheiro*” ser assegurada através de oferta com prestação alternativa, podendo, designadamente, sê-lo através de mecanismo similar ao *cash underpinning* do direito inglês, ou seja, de concomitante obrigação de aquisição – assegurada pelo próprio oferente ou por terceiro – dos valores mobiliários objecto da contrapartida (única), posto que os demais requisitos se verificassem.

Esta inclinação – num tempo em que a expressão “*acompanhada de alternativa em dinheiro*” traduzia literalmente o “*accompanied by a cash alternative*” inglês – não parece que possa ficar senão reforçada pela alteração da linguagem escolhida pelo actual artigo 188.º, n.º 3, do CVM, que já nem sequer suscita o obstáculo gramatical do uso da expressão “*acompanhada de*” e se limita a dizer que o oferente deve “*indicar*” uma alternativa em dinheiro.

Não vemos haver razão para supor que a alteração do modo de dizer não haja sido intencional, e, sendo-o, afirma-se que ela solidifica o que já antes se afigurava a melhor doutrina, face, nomeadamente, à *ratio* do sistema: ao contrário de outras legislações, é inafastável que a orientação de fundo do legislador português foi a de favorecer a liberdade de eleição de contrapartida (em valores mobiliários, em dinheiro ou mista), mesmo na oferta pública obrigatória. A simultânea protecção do “direito de saída”

oferente decida financiar através da emissão de acções suas, mas contemplando total ou parcialmente a possibilidade de proporcionar numerário aos destinatários. O outro – utilizado quando se pretende conjugar um financiamento exclusivamente por emissão de novas acções com uma contrapartida exclusivamente em numerário – é a do recurso a um *rights issue* (emissão de acções destinada à base accionista), tendo-se desenvolvido, para procurar compatibilizar a rigidez do *rights issue* clássico com as contingências do processo de OPA, uma modalidade particular, a chamada *trombone rights issue*, que, na submodalidade mais maleável (a *fully flexible trombone rights issue*) permite ajustar os montantes e *timings* de emissão e pagamento das novas acções aos resultados e prazos do processo de oferta pública. Para procurar contornar o direito de preferência dos accionistas sobre as novas acções a emitir recorre-se, por vezes, ao chamado *accelerated book-built cash box placing* (p.ex., Allied Domecq na aquisição da Malibu em 2002) emitindo as novas acções para uma sociedade-veículo contra acções preferenciais remíveis desta, que, uma vez remidas, se transformam em dinheiro – expediente que, na ordem jurídica portuguesa, seria porventura de duvidosa licitude. Sobre toda esta matéria, cfr., por exemplo, LAURENCE RABINOWITZ, M.A. WEINBERG, J.O. DICK, PAUL LASOK e WILLIAM UNDERHILL, in *Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers*, 5th Edition, Sweet & Maxwell, London, p. 2038 e segs. e P.F.C. BEGG, *Corporate Acquisitions and Mergers*, 3rd. Ed., Londres, Graham & Trotman, 6.3 e segs.

através de indicação de alternativa em dinheiro quando a eleição haja sido por contrapartida em valores mobiliários, é pois um entorse ditado embora por razões ponderosas e deverá entender-se à luz do princípio da menor interferência na lógica e funcionamento próprio da oferta com contrapartida em espécie.

Admitimos mesmo, aliás, que os métodos idóneos, diversos de oferta alternativa, admissíveis para concretização de exigência de alternativa em dinheiro não se esgotarão com mecanismos do tipo do *cash underpinning* inglês.

Em França, por exemplo, desenvolveu-se, no final da década de 90, a prática de fazer acompanhar algumas ofertas com contrapartida em valores mobiliários de *certificats de valeur garantie* (CVG) ou de *bons de Cession de valeur garantie* (BCVG), instrumentos que, visando reforçar a atratividade e aceitação da oferta pelos destinatários, o fazem precisamente através da outorga de uma garantia de valor mínimo de realização em dinheiro dos valores mobiliários recebidos, como contrapartida, na oferta²⁰.

Ressaltando os aspectos inerentes ao nosso regime legal concernente à tipicidade dos valores mobiliários (artigo 1.º, n.ºs 1 e 2, do Código dos Valores Mobiliários), não vemos obstáculo legal a que instrumentos de escopo semelhante possam ser utilizados na ordem jurídica portuguesa para assegurar a obrigação legal de alternativa em dinheiro prevista no artigo 188.º, n.º 3, do CVM, quer com recurso a valores mobiliários já existentes (como, possivelmente, os *warrants*) quer acolhendo, por regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, ao abrigo da permissão do n.º 2 do artigo 1.º do CVM, valores mobiliários específicos.

Pensamos, aliás, que em toda esta matéria dos métodos diversos da oferta com prestação alternativa utilizáveis para concretização da alternativa em dinheiro em ofertas públicas obrigatórias com contrapartida em valores mobiliários – métodos que, repetimos, temos por genericamente admissíveis face ao artigo 188.º, n.º 3, do CVM – a mediação regular

²⁰ Os *Certificats de Valeur Garantie* foram objecto de atenção da *Commission des Operations de Bourse* francesa (COB) em 1996, na sequência da oferta da AXA sobre a UAP (Cfr. *Commission des Operations de Bourse, Rapport Annuel*, 1996, pag. 103), tendo-se generalizado posteriormente em diversas outras ofertas (por ex. oferta da Allianz sobre a AGE), incluindo, com particular sofisticação, em ofertas hostis altamente complexas, como as ofertas conjugadas do BNP sobre o Paribas e Société Generale, tendo continuado sempre a merecer atenção e acompanhamento da COB quanto a diversos aspectos, como o da sua adequada contabilização (Cfr., por ex., a *Recommendation COB 4098/04 relative à la comptabilization des Certificats de Valeur Garantie et des Bons de Cession de Valeur Garantie*).

da CMVM seria particularmente bem vinda, para mais claro enquadramento, segurança dos oferentes e dos destinatários e dinamização do mercado.

12. É altura agora de retomar a questão, que ficou atrás em suspenso, relativa à exigência de uma *certa equivalência* na alternativa em dinheiro.

Já vimos que se trata de exigência singular, que não se encontra em nenhuma das legislações analisadas, e assinalámos já também que provavelmente lhe poderá estar originalmente associada uma importação menos ponderada de uma referência, com significado diverso, constante de uma nota do *City Code*. Tudo isso não exonera, no entanto, o intérprete de procurar determinar o sentido e alcance com que a norma se deve entender vigorar na ordem jurídica.

No domínio do artigo 528.º do Cód. MVM a tarefa revelava-se tormentosa.

Em primeiro lugar, com efeito — por muita dificuldade que houvesse em encontrar sentido —, a letra do preceito apontava de modo muito dificilmente resistível para que o *termo de comparação da equivalência* da alternativa em numerário fosse a *própria contrapartida efectiva* oferecida.

Uma vez admitido isso, porém, múltiplas interrogações consequentes se sucediam em catadupa. Destacamos duas. A primeira era esta: se a alternativa deve ser equivalente à contrapartida em valores mobiliários efectivamente oferecida e esta está por natureza sujeita a permanente oscilação de valor, a *que momento* se deve atender para aferir a equivalência? A resposta parece que não poderia deixar de ser a de que o momento relevante — para este efeito como, de resto, para o próprio juízo de adequação legal da contrapartida em valores mobiliários — seria o da *publicação do anúncio preliminar*, não só porque era (e é) esse o momento que fixa o *limiar de confiança* da expectativa dos destinatários (insusceptível por regra de revisão em baixa), mas também para evitar dois absurdos. O primeiro, na perspectiva da evolução em alta do valor da contrapartida em espécie, seria o de colocar o oferente em situação de sujeição a obrigação de oferta sem poder conhecer à partida a dimensão do esforço financeiro em que teria de incorrer, posto que a cada oscilação positiva do valor dos valores mobiliários oferecidos como contrapartida em espécie (ou a oscilação no momento relevante, se outro fosse escolhido) teria de corresponder um igual acréscimo de alternativa em numerário sendo aliás a margem de penalização do oferente tanto maior quanto maior fosse a atractividade e potencial de valorização da contrapartida em espécie proposta. O segundo poderá ser aceitar a baixa da alternativa em dinheiro se a equivalência prevalecer sobre o limiar da confiança.

Outra interrogação era esta, ainda: admitindo o que antecede, era ou não permitido ao oferente, uma vez estabelecida a contrapartida em espécie e a respectiva alternativa em dinheiro, elevar aquela contrapartida em espécie, em sede de revisão da oferta, sem alterar a alternativa em dinheiro? De novo, só a solução afirmativa permitia fugir ao absurdo de concluir que, tendo posto em pé uma alternativa em dinheiro admissível, ao oferente ficava vedado melhorar e tornar mais atractiva para os destinatários a única ou principal contrapartida em espécie sob pena de ter de aumentar correspondentemente o esforço financeiro em numerário. Mas é bom de ver que, ao defender-se esta solução racional, se estava simultaneamente a enfraquecer o pressuposto literal admitido de que a equivalência da alternativa em dinheiro se aferia pelo valor da efectiva contrapartida em valores mobiliários oferecidos.

Tornava-se, pois, difícil não reconhecer que a *verdadeira fonte do problema estava no próprio pressuposto inicial*, ou seja, em se ter, em mera homenagem à correspondência literal, admitido como imposta por lei uma relação de equivalência que, tendo provavelmente tido origem em equívoco de transposição, se coadunava mal com os princípios subjacentes ao regime legal.

De facto, se a alternativa em dinheiro, aí onde a sua necessidade seja consagrada (não o é, como vimos, em alguns ordenamentos e não o será, sequer, porventura, a vingar a actual proposta de 13ª Directiva, sempre que a contrapartida em espécie seja constituída por valores admitidos à negociação em mercado regulamentado), tem, como cremos, uma função essencial garantística e se destina a possibilitar um integral direito de exoneração ou saída a *preço equitativo* — para usar a expressão da Proposta de 13ª Directiva —, com dimensão mínima normativamente configurada então será irrecusável concluir que o que verdadeiramente releva *não é o estabelecimento de uma relação de equivalência entre a concreta contrapartida em valores mobiliários oferecida e a alternativa em numerário, mas antes a conformidade desta (como daquele) com os parâmetros normativos que regulamentam a contrapartida (de qualquer tipo) e lhe estabelecem a dimensão quantitativa mínima*.

No quadro da legislação portuguesa, e perante a expressão literal da alínea a) do n.º 6 do artigo 528.º do Cód. MVM, a questão revelava-se de difícil ultrapassagem, face a um possível conflito dos cânones interpretativos constantes do artigo 9.º do Código Civil, que mandam, por um lado, presumir que o legislador consagrou as soluções mais acertadas, mas vedam, por outro, considerar soluções que não tenham na letra da lei um mínimo de correspondência verbal, ainda que imperfeitamente expressa.

Também aqui, cremos, a evolução da técnica legislativa e da linguagem registada na transição para o actual artigo 188.º, n.º 3, do CVM pode permitir vencer o impasse.

Independentemente do que se pensasse ser a interpretação correcta do artigo 528.º, n.º 6, a) do Cód. MVM, com êxito, ao ter escolhido dizer hoje, no n.º 3 do artigo 188.º, que a alternativa em dinheiro que o oferente deve indicar deve apenas ser “*de valor equivalente*” — deixando de dizer expressamente que essa equivalência deve ser medida em relação à cota contrapartida em espécie oferecida — o legislador do CVM removeu já o obstáculo literal que se interporia relativamente a uma interpretação conforme aos princípios informadores acima assinalados.

Parece, pois, aberto o caminho para se poder concluir hoje que o valor equivalente que o n.º 3 do artigo 188.º do CVM reclama para a alternativa em dinheiro (qualquer que seja a modalidade desta, de entre as que cremos poder revestir) *será um valor equivalente ao valor (normativo) da contrapartida (em espécie ou dinheiro) exigido pelo n.º 1 do artigo 188.º, independentemente da dimensão efectiva que a contrapartida em espécie tenha revestido inicialmente*.

E, daí, também, que a equivalência deva estabelecer-se independentemente da eventual modificação que a contrapartida em espécie venha porventura — v.g., em consequência de revisão da oferta — a sofrer subseqüentemente, e que a alternativa em dinheiro, uma vez assegurada aquela equivalência normativa no momento do anúncio preliminar da oferta, não terá obrigatoriedade de acompanhar também.

Estamos longe de nos encontrarmos convictos de ser esta a boa solução, e, *de lege ferenda*, inclinar-nos-íamos, ponderadas as características do tecido empresarial português e do nosso mercado de capitais, para uma solução de clara prevalência da contrapartida em numerário, pelo menos em versão mitigada semelhante à que vigora, por exemplo, no direito italiano.

Esse é já, porém, um plano de política legislativa, que excede o âmbito do presente trabalho. E excede, aliás, também o alcance próprio da figura da alternativa em numerário, em relação à qual importará não pedir (ou esperar) mais do que o seu papel próprio de garantia complementar.