



DIOGO BORDEIRA NEVES  
Licenciado em Direito, FDUL.  
Advogado-estagiário



FILIPE AFONSO ROCHA  
Licenciado em Direito. Mestrando, FDUL.  
Advogado-estagiário

## ***Alteração das circunstâncias, cláusulas MAC e mecanismos de condicionalidade em OPAs\****

*Change of circumstances, MAC clauses and conditions on public takeover bids*

**RESUMO:** Tomando por base um recente anúncio de lançamento de OPA e, por isso, sob uma perspetiva analítica, o presente estudo assume dois propósitos essenciais: (i) confrontar o texto do anúncio com alguns pontos dogmáticos do

\* Abreviaturas utilizadas: BaFin = Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; BB = Betriebs Berater; BGB = Bürgerliches Gesetzbuch; CC = Código Civil; CVM = Código dos Valores Mobiliários; CSC = Código das Sociedades Comerciais; CMVM = Comissão do Mercado de Valores Mobiliários; LLR = Lisbon Law Review; MAC = Material Adverse Change; M&A = Mergers and Acquisitions; NGZ = Neuß-Grevenbroicher Zeitung; OPA = Oferta Pública de Aquisição; RDS = Revista de Direito das Sociedades; S.A = Sociedade Anónima; SGPS = Sociedade Gestora de Participações Sociais; WpÜG = Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz.

As disposições legais, quando não acompanhadas de fontes, correspondem ao CVM. Todas as fontes disponíveis online foram consultadas até ao dia 05 de junho de 2021.

As posições expressas neste texto são estritamente pessoais e nenhuma vincula ou representa a posição ou entendimento de qualquer entidade com que os Autores colaboram.

regime da alteração das circunstâncias previsto no artigo 128.º do CVM, à luz da autonomia das partes na sua conformação, e (ii) dissecar sobre a relevância das cláusulas *MAC* e dos *mecanismos de condicionalidade*, para efeitos dos números 3 e 4 do artigo 124.º do CVM.

**Palavras-chave:** (i) alteração das circunstâncias; (ii) anúncio de lançamento; (iii) condição suspensiva e resolutiva; (iv) *MAC*; (v) OPA.

**ABSTRACT:** Based on a recent public takeover bid announcement and, therefore, from an analytical perspective, this study assumes to main purposes: (i) to confront the text of the announcement with some dogmatic points of the legal framework of substantial change of circumstances set out in article 128 of the CVM, in light of the autonomy of the parties in its conformation; and (ii) to dissect on the relevance of *MAC* clauses and conditions in the Portuguese Securities Code.

**Keywords:** (i) substantial change of circumstances; (ii) takeover bid announcement; (iii) resolute and suspensive condition; (iv) *MAC*; (v) public takeover bid.

**SUMÁRIO:** §1. O Anúncio, os pontos 24 e 25, e o contexto da OPA da Sodim sobre a Semapa; §2. A perspetiva da Oferente: a disposição de factos que concorrem para a alteração das circunstâncias e os seus impactos no artigo 128.º do CVM; 2.1. A exigência de cognoscibilidade, pelos destinatários, das circunstâncias que fundaram a decisão de lançar a oferta; §3. A autorização da CMVM e a avaliação da alteração imprevisível e substancial; §4. Base do negócio e cláusulas de distribuição de risco; §5. Prolegómenos à qualificação dos pontos 24 e 25 do Anúncio; §6. As cláusulas *MAC* e os *mecanismos de condicionalidade*; §7. Limitação dos poderes da sociedade visada, afetação dos interesses do oferente e regra de não-frustração.

## §1. O Anúncio, os pontos 24 e 25, e o contexto da OPA da Sodim sobre a Semapa

I. A 26 de Abril de 2021, foi publicado o anúncio de lançamento de OPA geral e voluntária da Sodim SGPS, S.A., sobre a Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A. (respetivamente, a “Oferente”, a “Sociedade Visada” e o “Anúncio”), cujo objeto incluía a oferta de aquisição de 1.400.627 ações representativas de 1,723%

do capital social da Semapa<sup>1</sup>. Em termos essenciais, a aceitação da oferta pelos destinatários ficou submetido à verificação de alguns factos, nomeadamente:

- (i) ao cumprimento dos requisitos legais e regulamentares pelos destinatários<sup>2</sup>;
- (ii) à *condição de sucesso*, que se consubstancia na detenção, pela Oferente, em consequência da oferta, de um mínimo

<sup>1</sup> O Anúncio foi publicado juntamente com o prospeto da Oferta. A CMVM decidiu prorrogar o prazo da oferta até ao dia 4 de junho de 2021, após requerimento apresentado pela Oferente. A 25 de maio de 2021 foi publicada uma adenda ao prospeto e ao Anúncio, refletindo as alterações relevantes. A 18 de fevereiro de 2021 a Oferente publicou o anúncio preliminar da oferta. Todos os documentos podem ser consultados em: [https://www.cmvm.pt/pt/Area-doInvestidor/rec\\_oper/Operacoes/Pages/opa\\_sodim\\_semapa\\_18022021.aspx](https://www.cmvm.pt/pt/Area-doInvestidor/rec_oper/Operacoes/Pages/opa_sodim_semapa_18022021.aspx). As ações da Sociedade Visada encontram-se admitidas à negociação no mercado regulamentado gerido pela Euronext Lisbon – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A. A oferta é geral e voluntária, tendo por objeto a totalidade das ações ordinárias, escriturais e nominativas, sem valor nominal, emitidas pela Sociedade Visada, que forem objeto de válida aceitação, e que não sejam detidas pela Oferente ou pela Cimo – Gestão de Participações, SGPS, S.A., sua subsidiária integralmente detida. Nesta data, as ações referidas eram detidas pela própria Sociedade Visada, tendo, portanto, a natureza de ações próprias. A Oferente detém, diretamente e através da Cimo – Gestão de Participações, SGPS, S.A., 58.438.334 ações representativas de 71,906% do capital social da Sociedade Visada e 73,167% dos direitos da Sociedade Visada, pelo que o objeto da oferta compreende um número máximo de 22.831.666 ações. Nos termos do ponto 8 do Anúncio, no objeto da Oferta estão incluídas 1.400.627 ações representativas de 1,723% do capital social da Semapa, bem como as ações detidas pela Sociedade Agrícola da Quinta da Vialonga, S.A e pelos administradores da Oferente que com ela estejam relacionados, nos termos do artigo 20.º do CVM.

<sup>2</sup> A sujeição da aceitação da oferta ao cumprimento de requisitos legais e regulamentares típicos do processo de lançamento, mormente relacionados com a sua regularidade e legitimidade, insere-se no regime das "condições legais", em específico, na modalidade de condições de eficácia da oferta associadas ao seu lançamento. Nesta matéria, Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 710-713, refere como exemplo de situações abrangidas, o registo na CMVM e a obtenção de eventuais autorizações administrativas necessárias. Como o próprio Autor refere, apenas as "condições voluntárias" correspondem ao sentido técnico-jurídico de condição. Esta posição merece acolhimento: de facto, enquadrar o cumprimento de requisitos legais como condição para o lançamento não expressa a intenção típica do negócio condicional, mas apenas preconiza a incidência de uma imposição legal. O sentido da expressão "condição legal" é, contudo, o mais operacional.

- de 90% dos direitos de voto da Sociedade Visada, calculados nos termos do n.º 1 do artigo 20.º do CVM<sup>3</sup>;
- (iii) ao direito de não avançar com qualquer processo de aquisição da Sociedade Visada, se a contrapartida que vier a ser

<sup>3</sup> Nos termos do ponto 22 do Anúncio, a Oferente reserva-se o direito de, no exercício da sua discricionariedade, no dia do apuramento dos resultados da oferta, renunciar à *condição de sucesso* acima descrita. As condições de sucesso / cláusulas de sucesso constituem condições de aquisição e de eficácia da OPA: Câmara, *Manual*, cit., 710-713; Filipe Afonso Rocha, *A aquisição de empresas com sujeição a condições suspensivas: entre as cláusulas sobre alterações depreciativas e as cláusulas de revisão de preço*, RDS (2019) 2, 395-428, 401; João Calvão da Silva, *Estudos de Direito Comercial (Pareceres)*, Almedina: Coimbra (1999), 225-228. No plano metodológico, é relevante a distinção entre condições de decisão da oferta e condições de eficácia da oferta. Nas primeiras, a oferta ainda não está decidida, surgindo condicionantes à própria decisão da oferta. Como não está, em rigor, constituído o dever de publicação do anúncio preliminar, já que este, nos termos do artigo 175.º do CVM, pressupõe uma decisão incondicionada da oferta, o mecanismo condicional opera no plano da decisão e não na eficácia da oferta. Diferentemente ocorre, como enunciámos quanto às condições de sucesso, quando é a própria produção de efeitos da oferta que se encontra condicionada. Nestes casos há lançamento da oferta – havendo dever de publicação do anúncio preliminar logo que seja tomada a decisão – mas a celebração e produção dos efeitos do negócio aquisitivo encontra-se condicionado à verificação (ou não) de certos eventos. Dentro destas últimas haverá ainda que distinguir as condições de lançamento da oferta, onde a verificação do evento condicionante deverá apurar-se até ao registo, das condições de aquisição, em que a verificação e determinação desse evento poderá ocorrer até à sessão de bolsa, ou na sua pendência, não prejudicando o decurso do período da oferta até ao final. Nestes termos: Câmara, *Manual*, cit., 710-713. Segundo consideramos, o artigo 124.º do CVM poderá aplicar-se às condições de eficácia da oferta, quer sejam condições de lançamento, quer condições de aquisição. Assim, utilizamos a expressão "condições de eficácia" para abranger ambas as modalidades presentes nesta denominação.

Atendendo aos anúncios preliminares e anúncios de lançamento de OPA consultados, a expressão *condição* é recorrentemente relacionada com a estipulação de condições de sucesso. Por exemplo, o ponto C da OPA de 2017, sobre o Banco BPI, S.A., pelo Caixa Bank, podendo ser consultada a Proposta de Deliberação da AG de acionistas do Banco BPI, S.A em <https://bpi.bancobpi.pt/storage/download/ficheiro1.4283F519-B92A-4AD2-BE92-0D-3C2D66079A.1.pt.asp?id=312CE671-3CDF-4FD3-846F-8206AC0B47FB>. Já na pendência da elaboração deste estudo, a Oferente veio posteriormente a renunciar a esta condição de sucesso, assim prescindindo da detenção de 90% dos direitos de voto da Sociedade Visada.

determinada nesse âmbito for superior a 12,17€ por ação, valor deduzido dos dividendos já pagos de 0,512€ por ação<sup>4</sup>.

II. O Anúncio determina, no ponto 26, e nos termos do artigo 128.º do CVM, que a Oferente “*assumiu como pressuposto da Oferta a não ocorrência de qualquer alteração substancial nos mercados nacionais e internacionais e das respetivas instituições financeiras, quando não forem assumidos como oficiais pelas entidades da zona Euro e que tenham um impacto substancial negativo na oferta, excedendo os riscos desta ou os valores mobiliários visados na oferta.*” A Oferente recorre, depois, no ponto 24 do Anúncio, a um extenso elenco de factos materiais que, por considerar serem suscetíveis de produzir um impacto significativo na situação patrimonial, económica e financeira da Sociedade Visada, são considerados como determinantes na aferição da alteração imprevisível e substancial de circunstâncias<sup>5</sup>.

III. O sentido de *blindar* a contrapartida oferecida<sup>6</sup>, porventura, através da introdução de um expediente de equilíbrio do sinalagma em caso de desadequação do plano das partes à nova realidade, culminou ainda na introdução do ponto 25 do Anúncio, o qual se reproduz:

<sup>4</sup> Nem de proceder à aquisição potestativa das ações da Sociedade Visada que permaneçam na titularidade de outros acionistas, seja com recurso ao mecanismo previsto no artigo 194.º do CVM ou pelo disposto no artigo 490.º do CSC.

<sup>5</sup> Ao lançar a oferta, a Oferente determinou não renunciar a quaisquer direitos, em respeito do artigo 128.º do CVM, *v.g.*, ao direito de solicitar à CMVM a modificação ou revogação da oferta, ocorrendo factos ou atos que não fossem coerentes com os pressupostos enunciados no anúncio. Trata-se de um direito na disponibilidade da Oferente: Manuel Requicha Ferreira, *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*, Almedina: Coimbra (2015), 199-200. Também neste sentido, cremos: Paula Costa E Silva, *Ofertas públicas e alteração das circunstâncias*, Direito dos Valores Mobiliários IV (2003), Coimbra ed.: Coimbra, 127-146, 144.

<sup>6</sup> A ideia de *blindagem* da contrapartida está simbioticamente ligada à conceitualização da OPA, mais do que uma forma de aquisição de valores mobiliários, como uma oferta dirigida à obtenção de controlo da sociedade visada (através do exercício do direito de voto): Orlando Vogler Guiné, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Almedina: Coimbra (2009), 15 e 19-21.

*“Adicionalmente, a decisão de lançamento da Oferta foi tomada com base no pressuposto de que, até ao termo do período da oferta, não ocorrerá:*

*a) qualquer evento não imputável à oferente que seja suscetível de determinar um aumento da contrapartida oferecida; ou*

*b) qualquer evento não imputável à oferente que seja suscetível de afetar o acesso pela oferente aos fundos comprometidos para a liquidação financeira da oferta e que não possa ser sanado em tempo útil”*

IV. Várias são as questões que nos inquietam. Pode a Oferente, nos termos do ponto 24 do Anúncio, determinar que factos são relevantes na aferição da alteração imprevisível e substancial de circunstâncias? Ao fazê-lo, qual é o limite atribuído à Oferente na disponibilidade que esta faz sobre a base do negócio? E, nos termos do ponto 25 do Anúncio e do artigo 128.º do CVM, será possível qualificar como alteração imprevisível e substancial de circunstâncias *“qualquer evento não imputável à oferente que seja suscetível de determinar um aumento da contrapartida oferecida”*?

## **§2. A perspetiva da Oferente: a disposição de factos que concorrem para a alteração das circunstâncias e os seus impactos no artigo 128.º do CVM**

I. Atentas as diversas posições doutrinárias conflitantes, não é incontroverso que o regime da alteração das circunstâncias, explanado no artigo 437.º do CC, tenha carácter dispositivo. Não obstante, e numa perspetiva de estabilização das posições mais recentes, corroboramos a afirmação de que o conteúdo do artigo 437.º do CC tem carácter dispositivo<sup>7</sup>. Num olhar inicial, o mesmo se dirá rela-

<sup>7</sup> Por todos: António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil Português*, II, t. IV, Almedina: Coimbra (2010), 300 e 322; Fernando Oliveira e Sá, *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas*, em *Estudos em Memória do Professor Doutor Paulo M. Sendin*, Direito e Justiça (2012), 427-444, 434; António Menezes Cordeiro, em *Código Civil Comentado, II – Das Obrigações em Geral*, Almedina: Coimbra (2021), 277-279. Em geral, quanto ao carácter dispositivo das regras legais de perturbação

tivamente ao artigo 128.º do CVM. Se, num primeiro plano, esta característica abre as portas à estipulação de regimes específicos de distribuição de risco, num segundo plano, através de um argumento *a maiori, ad minus*<sup>8</sup>, deverá também permitir à parte escolher os factos que concorrem para a determinação da alteração anormal das circunstâncias.

Esta técnica, largamente utilizada na contratação comercial e civil, cumpre um desiderato próprio para a parte que assume o papel de comprador: regulando probatoriamente o conhecimento das partes sobre a essencialidade de determinada circunstância, previne possíveis litígios sobre a materialidade das situações em que esta fundou a decisão de contratar. Em bom rigor, essa determinação dos factos relevantes funciona como uma forma de dispor sobre a base do negócio pelo comprador - ou, na situação em apreço, pela Oferente<sup>9</sup>.

da prestação: Catarina Monteiro Pires, *anotação ao art. 790.º*, em *Novo Coronavírus e crise contratual, Anotação ao Código Civil*, coord. Catarina Monteiro Pires, AAFDL: Lisboa (2020), 79 e ss; Catarina Monteiro Pires, *Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa ("MAC") e cláusulas de força maior*, 80 ROA (2020) 1-2, 73-93, 87.

<sup>8</sup> Quem pode o mais (estipular uma cláusula de distribuição de risco contrária ao regime dispositivo da alteração das circunstâncias), pode o menos (estipular os concretos factos materiais que podem despoletar a aplicação do regime da alteração das circunstâncias). Trata-se de uma inferência lógica que fazemos desta possibilidade, não obstante o argumento *a maiori, ad minus* estar construído como processo de interpretação da lei pela Ciência do Direito: António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil*, I, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2012), 731; Karl Larenz, *Metodologia da Ciência do Direito*, 3.ª ed., trad. José Lamego, Gulbenkian: Lisboa (1997), 552 e ss (em especial, 555).

<sup>9</sup> Já neste sentido ensina António Menezes Cordeiro, *Da alteração das circunstâncias: a concretização do artigo 437.º do código civil, à luz da jurisprudência posterior a 1974*, Separata dos Estudos em Memória do Prof. Doutor Paulo Cunha, AAFDL: Lisboa (1987), 34: “Não há dúvida de que as partes podem prever alterações de circunstâncias e estipular para tal eventualidade. Quando o façam, o problema fica resolvido. Do mesmo modo, pode acontecer que tal estipulação não tenha sido clara, mas que se imponha, perante a interpretação do contrato”. Seguindo este raciocínio, se bem entendemos: José Ferreira Gomes, *Contratos de M&A em tempos de pandemia: impossibilidade, alteração das circunstâncias e cláusulas MAC, hardship e força maior*, 61 BFDUL (2020)1, 365-390, 384.

## 2.1. A descrição dos factos relevantes e a exigência de cognoscibilidade, pelos destinatários, das circunstâncias que fundaram a decisão de lançar a oferta

I. Estamos em crer que, na perspetiva da Oferente, o elenco de factos por ela enunciados no ponto 24 do Anúncio, além de visar especificar as circunstâncias essenciais que levaram ao lançamento da oferta, cumpre uma importante função de cognoscibilidade pelos destinatários da alteração imprevisível e substancial das circunstâncias, exigida pelo artigo 128.º. Esta exigência de cognoscibilidade, *enquanto base do negócio* (requisito cuja relevância é própria do CVM<sup>10</sup>) justifica-se em razão do ato jurídico típico a que o legislador se refere: tratando-se de ofertas públicas, o legislador centrou a sua atenção no ato de oferta, que é da iniciativa do oferente – portanto, tipicamente unilateral<sup>11</sup>.

Tratando a base do negócio de factos puramente internos, no regime das ofertas públicas, a modificação ou revogação da oferta, nos termos do artigo 128.º, depende da possibilidade de conhecimento, pelos destinatários, da essencialidade para o oferente, desses factos, e não do seu conhecimento efetivo<sup>12</sup>. A indicação dos fac-

<sup>10</sup> Para Câmara, *Manual cit.*, 652 e ss, o artigo 128.º difere do artigo 437.º do CC, sendo uma das mais relevantes diferenças o facto de “*a figura mobiliária omitir uma referência explícita à quebra dos princípios da boa fé como critério orientador da existência de alteração das circunstâncias.*” Isto não impede que, como princípio geral, a boa-fé deixe de ter relevância como critério orientador: A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 365.

<sup>11</sup> Costa e Silva, *Ofertas cit.*, 138-139 e ss. Como refere a Autora, esta corresponde à adaptação que foi feita, em relação ao artigo 437.º do CC, já que este último “*exige que a alteração ocorra nas circunstâncias que fundaram a decisão das partes contratar.*” Acrescentando que: “*se o acto-padrão sobre o qual o legislador estrutura o regime é um ato unilateral e se este é o acto praticado pelo oferente, é normal que considere como base deste negócio as circunstâncias que fundaram a decisão do oferente de lançar a oferta.*” Portanto, o artigo 128.º do CVM, diferente do disposto no artigo 437.º do CC, cumpre uma verdadeira *aspiração unilateral* de uma das partes, relevando a esperança de lucro (ou de não-perda) de um dos intervenientes: Menezes Cordeiro, *Código cit.*, 277 e ss.

<sup>12</sup> Costa e Silva, *Ofertas cit.*, 139-140. Tal como sufragado pela Autora: “*o conhecimento é um facto pessoal e psicológico (...) se o oferente não tem meios de saber quem são os destinatários da oferta, porque somos todos nós, seria impossível que se lhe exigisse que*



tos constantes no ponto 24 do Anúncio, porque puramente internos, permite à Oferente, de forma expedita e com reduzida exigência de carga probatória, provar que os destinatários da oferta podiam saber da essencialidade, para esta, de determinada circunstância. Assim, com este *modus procedendi*, esfria-se a necessidade de construção da bitola do investidor médio para efeitos da cognoscibilidade exigida em sede do artigo 128.<sup>o</sup><sup>13</sup>.

II. Será este modo técnico, de cumprimento da exigência de cognoscibilidade, recomendável ou, de todo, lícito?

Por um lado, poder-se-ia pensar que a descrição dos factos relevantes para efeitos do artigo 128.<sup>o</sup> colidiria com o princípio da estabilidade do conteúdo da oferta, já que o oferente poderia estabelecer, como circunstâncias relevantes, factos distantes ou secundariamente conexos com os essenciais, permitindo, por interpretação da declaração do oferente, abranger situações com fraca ligação com a base do negócio<sup>14</sup>. Esta conclusão, que também pode ser

*provasse que todos e cada um de nós sabíamos, fato interno, que determinada circunstância fora essencial para a decisão de lançamento da oferta*". Contrariamente, no regime civil, exige-se que ambas as partes tenham presente, em termos efetivos (bilateralidade), determinada realidade: Menezes Cordeiro, *Código cit.*, 277. Apesar da base do negócio se reportar a factos puramente internos, também é verdade que os factos constantes do ponto 24 do Anúncio são facilmente suscetíveis de serem conhecidos pelo mercado, quer porque as sociedades envolvidas na operação são geralmente alvo de publicitação por parte dos meios de comunicação social, quer em virtude da publicidade inerente dos atos que podem dar origem à perda de eficácia da OPA: afinal, a informação respeitante a aumentos de capital, fusões, e outros tantos atos, deve ser publicamente divulgada por parte das entidades.

<sup>13</sup> Determinando a exigência da bitola do investidor médio no que se refere ao conhecimento: Costa e Silva, *Ofertas cit.*, 140. No seguimento do entendimento da Autora, bem como de B. Menezes Cordeiro, *Manual cit.*, 365, a análise da cognoscibilidade das circunstâncias parte do conteúdo do prospeto, devendo as informações correspondentes respeitar as exigências previstas no n.º 1 dos artigos 7.º e 136.º do CVM (informação completa, verdadeira, atual, certa, objetiva e lícita).

<sup>14</sup> Enunciando o princípio da estabilidade do conteúdo da oferta como basilar no artigo 128.º do CVM: Requiça Ferreira, *Acordos cit.*, 199; António Pereira de Almeida, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, II, 7.ª ed., Coimbra ed: Coimbra (2013), 189. No artigo 128.º, o legislador restringiu fortemente a possibilidade de retirada da oferta pública, relevando de forma mais intensa os interesses dos destinatários da oferta que criaram uma

transposta para o artigo 437.º do CC, é, porém, algo precipitada. A disposição sobre a base do negócio<sup>15</sup>, enquanto nos encontramos dentro do campo da aplicação do regime dispositivo de alteração das circunstâncias, não pode desvirtuar os parâmetros de avaliação dessas *circunstâncias*. Efetivamente, se os factos que fundaram a decisão de lançamento de OPA constituem pressupostos de vinculação deste lançamento, não coincidindo com as circunstâncias que se materializam na base do negócio, apesar da qualificação dos factos, pela Oferente, como subsumíveis ao modelo legal da alteração das circunstâncias, a relevância específica desses eventos pode apenas ser considerada, dependendo do caso concreto, para efeitos de uma cláusula de distribuição de riscos. Não considerando as instâncias competentes a inserção dos factos como integrantes da cláusula legal de alteração das circunstâncias, contrariando, portanto, a qualificação destes operada pela Oferente, a relevância destes factos deve operar no plano em que as partes pretendiam que fosse regulado, desconsiderando uma potencial vicissitude na qualificação. Através da interpretação negocial (artigo 236.º do CC) ou mesmo da integração de lacunas (artigo 239.º do CC), a cláusula poderá ser tida como de distribuição de riscos, devendo o princípio *favor negotii* permitir a recondução contratual dos eventos específicos, não considerados para efeitos do regime legal da alteração das circunstâncias pelas instâncias competentes, como relevantes nos termos de um outro instituto.

Por outro lado, a descrição exaustiva dos factos que concorrem para a determinação da alteração de circunstâncias, como enunciada pela Oferente no ponto 24 do Anúncio, não constitui uma exigência do artigo 128.º, mas pode entender-se como uma prática

expectativa jurídica em torno do lançamento e pretendem agora alienar as suas participações sociais, pelo menos, nas condições que foram inicialmente oferecidas: Requicha Ferreira, *OPA Concorrente*, 30 CadMVM (2008), 19-78, 40. Para este efeito, a alínea a) do n.º 2 do artigo 175.º do CVM dispõe que a “*publicação do anúncio preliminar obriga o oferente a lançar a oferta em termos não menos favoráveis para os destinatários do que as constantes desse anúncio*”

<sup>15</sup> Assumimos a posição no sentido do carácter puramente objetivo da base do negócio, como circunstancialismo em que as partes assentaram, objetivamente, o contrato.

comum no quadro das ofertas públicas<sup>16</sup>, com evidentes valências relativamente à assunção de riscos pela Oferente.

Não obstante, não se afasta as ponderosas dificuldades que surgem em relação ao requisito do conhecimento da base do negócio por parte do outro contraente, o qual, no regime civil, tem sido por vezes aludido a um ónus de informação, a cargo do contraente que visa invocar a modificação do contrato<sup>17</sup>.

### §3. A autorização da CMVM e a avaliação da alteração imprevisível e substancial

I. A prerrogativa do oferente modificar ou revogar a oferta é um dos casos excepcionais em que a lei admite que haja lugar a uma modificação do conteúdo desta<sup>18</sup>. Como referimos *supra*, este expediente opera, de forma excepcional, como derrogação ao princípio de

<sup>16</sup> Cujá verificabilidade se afere por recurso alguns anúncios conhecidos da nossa praça. A título exemplificativo, *vide* o ponto 14 do anúncio preliminar, de 2015, da OPA da Sodim sobre a Semapa, disponível em [https://www.semapa.pt/sites/default/files/comunicados/2015-05-25-anuncio\\_preliminar\\_top.pdf](https://www.semapa.pt/sites/default/files/comunicados/2015-05-25-anuncio_preliminar_top.pdf), o ponto 26 do anúncio, de 2015, da OPA da FARMINVESTES 3 – Gestão de Participações SGPS, Lda., sobre a GLINTT – Global Intelligent Technologies, S.A., disponível em <https://docplayer.com.br/79555403-Farminveste-3-gestao-de-participacoes-sgps-lda.html>, o ponto 7 do anúncio preliminar, de 2017, da OPA da Montepio Geral – Associação Mutualista sobre a Caixa Económica Montepio Geral, disponível em [http://img.rtp.pt/icm/noticias/docs/58/58bc4f4940827cf867ccbe03e2900718\\_65364e-26544d1b930611b27da9a01fdd.pdf](http://img.rtp.pt/icm/noticias/docs/58/58bc4f4940827cf867ccbe03e2900718_65364e-26544d1b930611b27da9a01fdd.pdf), o anúncio preliminar, de 2017, da OPA da Chartwell Pharmaceuticals, LLC sobre a CIPAN - Companhia Industrial Produtora de Antibióticos, S.A, disponível em <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/fsd308632.pdf>. Referindo que os oferentes geralmente particularizam diversos pressupostos (para efeitos do artigo 128.º do CVM) em que incluem uma lista de factos e atos na base dos quais a oferta foi elaborada: Vogler Guiné, *Da Conduta* cit., 169.

<sup>17</sup> Catarina Monteiro Pires, *Contratos - Perturbações na Execução*, I, Almedina: Coimbra (2020) 181.

<sup>18</sup> Acerca da excepcionalidade do instituto, fazendo um paralelo com a necessidade de repor o equilíbrio do negócio, cf. Câmara, *Manual*, cit., 653: “este é sempre um instituto subsidiário, apenas se aplicará quando for forçoso introduzir modificações aos termos da proposta para repor o equilíbrio da oferta, por obediência aos princípios da boa-fé, e na medida do necessário para corrigir a base em que o oferente decidiu lançar a oferta. A sua excepcionalidade é ainda maior num domínio em que deve prevalecer a estabilidade da oferta”.

estabilidade do conteúdo da oferta, que reclama para si uma tendência de inalterabilidade do conteúdo desta ao longo de toda a vida do processo de lançamento tendente à aquisição.

II. O legítimo exercício desta prerrogativa pelo oferente encontra-se condicionada por dois requisitos: (i) o seu exercício em prazo razoável e (ii) a existência de autorização da CMVM<sup>19</sup>. Trata-se de uma posição jurídica ativa, um direito potestativo, cujo exercício depende de um ato administrativo de tipo autorizativo. É a autorização, enquanto ato permissivo, que possibilita ao oferente a adoção de uma conduta, (a modificação ou revogação da oferta) que de outro modo lhe estaria vedada<sup>20</sup>.

III. Concretamente, a competência para decidir pelo deferimento ou indeferimento do pedido do oferente, reside no Conselho de Administração da CMVM. Nestes termos, sendo apresentado um pedido de modificação ou revogação, haverá lugar a um projeto de decisão pela CMVM. Aquando da decisão de deferimento ou indeferimento do pedido do oferente, esta deverá atender, desde logo, aos pressupostos legais de que depende a aplicação da norma, e aos termos e ao conteúdo do pedido do oferente<sup>21</sup>. Ou seja, é a CMVM

<sup>19</sup> O segundo requisito revela-se fundamental: para que haja pronúncia em sentido favorável pela entidade de supervisão, em princípio, a esta terá de ser concedido determinado tempo para analisar o caso concreto, o que implica que tenha havido exercício em tempo razoável.

<sup>20</sup> É, portanto, um direito potestativo de exercício condicionado. Inserindo a autorização no tipo de atos administrativos constitutivos quanto aos seus efeitos: Mário Esteves de Oliveira, *Direito Administrativo*, I, Almedina: Coimbra (1984), 397. Referindo a incidência de atos administrativos da CMVM, enquanto autoridade administrativa independente, sobre relações jurídicas privadas: Luís Guilherme Catarino, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros – Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, Almedina: Coimbra (2010), 72-74. A respeito dos atos autorizatórios de atos ou negócios privados, como “condicionante ou legitimadora da capacidade de exercício de direitos ou faculdades”: Luís Guilherme Catarino, *Regulação* cit., 384.

<sup>21</sup> A CMVM tem por hábito densificar os fundamentos da sua decisão, criando separadores de Perguntas e Respostas específicos para este efeito e, por forma a consolidar a documentação relevante relativa à oferta, criando páginas especializadas. Nesta oferta também uma página foi criada, disponível em [https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/rec\\_oper/Operacoes/Pages/opa\\_sodim\\_semapa\\_18022021.aspx](https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/rec_oper/Operacoes/Pages/opa_sodim_semapa_18022021.aspx).

que decide pelo preenchimento, ou não, dos elementos constantes do artigo 128.º, nomeadamente, pela verificação de uma alteração de circunstâncias imprevisível, substancial, cognoscível pelos destinatários, que exceda os riscos inerentes à oferta. No entanto, como refere Paula Costa e Silva: “*se a CMVM concluir que ocorreu uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias, a decisão de autorizar a revogação ou a modificação é vinculada*”<sup>22</sup>.

Importa, em acréscimo, perguntar: é essa escolha livre, no sentido de predominantemente discricionária?

IV. Em primeiro lugar, cabe afirmar que a CMVM, enquanto autoridade administrativa independente, se encontra sujeita à lei nos termos do princípio da legalidade<sup>23</sup>. Na prática, o que importa aqui é a sujeição da própria CMVM ao crivo do artigo 128.º, isto é, ao proferir uma decisão de deferimento, terá de dar como preenchidos todos os elementos constantes da norma – e, ao dar como preenchidos todos os elementos, terá, de forma vinculada, de conceder a autorização relevante. Mais, temos vindo a argumentar que a lei atribui uma direito potestativo de exercício condicionado à oferente, de modificar ou revogar a oferta, “*o que significa que a opção pela faculdade a exercer é da oferente e não da CMVM*”<sup>24</sup>, cabendo a esta a verificação dos pressupostos que habilitam a aplicação da norma, não a escolha pela modificação ou revogação da oferta.

V. Problema distinto passa por aferir da vinculação da CMVM na forma como esta determina que deem por verificados os elementos constantes do artigo 128.º, isto é, se o seu processo de interpretação é vinculado. O conteúdo do requerimento elaborado pelo

<sup>22</sup> Costa e Silva, *Ofertas* cit., 143-144.

<sup>23</sup> Sobre a necessidade de uma legalidade reforçada perante a discricionariedade dos poderes de controlo: Guilherme Catarino, *Regulação* cit., 412-414. Esmiuçando a independência da CMVM e daí retirando os devidos corolários jurídico-constitucionais: José Lucas Cardoso, *Autoridades Administrativas Independentes e Constituição – Contributo para o estudo da génese, caracterização e enquadramento constitucional da administração independente*, Coimbra ed: Coimbra (2002), 295 e ss.

<sup>24</sup> Costa e Silva, *Ofertas* cit., 144.

oferente tendo em vista a pronúncia da CMVM será um dado importante na modelação, e ao qual a CMVM poderá atender na determinação de uma situação de alteração imprevisível e substancial das circunstâncias. Mas, por outro lado, também não é menos verdade que se o oferente alega que determinado facto se tem como preenchido, termos em que tal consubstanciaria uma alteração imprevisível e substancial, pode a CMVM discordar desta qualificação, de modo algum a sua análise estando limitada ao que o oferente alega. Ao invés, a liberdade de estipulação que é conferida ao oferente, na conformação do *quid* a que se vincula, encontra como espelho a discricionariedade técnica da CMVM na aferição desse *quid*<sup>25</sup>, quando dá ou não como preenchidos os elementos que justificam a aplicação do artigo 128.º. Quando o oferente exerce o seu direito junto da CMVM, tem o ónus de demonstrar os factos que permitam concluir pela substancialidade e imprevisibilidade da alteração de circunstâncias, sob pena de indeferimento do pedido<sup>26</sup>.

O processo de aplicação do Direito permite à CMVM interpretar as declarações negociais e integrar as lacunas que existam, mas não significa isso que estes poderes de cognição se materializem em faculdades de substituição ou de interpretação criativa quanto ao *quid* de vinculação manifestado pelo oferente<sup>27</sup>.

<sup>25</sup> Abordando o exercício desta função administrativa de controlo pela CMVM como susceptível de ser traduzida num exercício de *iurisdictio* e *auctoritas*, numa função própria: Guilherme Catarino, *Regulação*, cit., 274-278, com referências bibliográficas adicionais; Lucas Cardoso, *Autoridades* cit., 303-304.

<sup>26</sup> Na ótica da CMVM, a não-demonstração cabal dos impactos causados pela pandemia da Covid-19 foi, entre outros, motivo de indeferimento do pedido apresentado pela Cofina tendente à revogação da OPA sobre o grupo Media Capital, em 2020, pretensão inicial que veio a ser convertida em pedido de modificação da oferta (tendo o último sido deferido), cf. Perguntas e Respostas na sequência da modificação da oferta pública de aquisição sobre o Grupo Media Capital, disponível em: [https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Pages/faq\\_opa\\_modificada\\_media\\_capital.aspx](https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Pages/faq_opa_modificada_media_capital.aspx).

<sup>27</sup> Em contraste com o *Takeover Panel* Estadunidense, na Alemanha, o *BaFin* não tem competência para determinar a ocorrência/verificação de uma condição *MAC*. Em caso de dúvida, a questão terá de ser decidida pelos tribunais. De qualquer forma, a maneira como o oferente escolhe formular a condição situa-se dentro da sua autonomia privada - o que existe é uma proibição contra formulações que não sejam claras, mas não há um controlo substantivo do conteúdo da condição *MAC*: Daniela Favoccia/Hartmut Krause, em

VI. Em paralelo, o objeto do requerimento do oferente pode comportar duas modalidades, *rectius*, dois pedidos distintos: a modificação da oferta, ou a sua revogação – sendo que o exercício de verificação dos elementos constantes do artigo 128.º pela CMVM não será alheio ao pedido concreto que é deduzido pelo oferente, porquanto o seu preenchimento<sup>28</sup> depende de um grau de verificação disforme. Fazer prova de uma alteração imprevisível e substancial que justifique a modificação da oferta não abarcará o mesmo nível de exigência probatória que uma alteração imprevisível e substancial que justifique a sua revogação, razão pela qual não choca a que se assista, numa fase inicial, ao indeferimento de um pedido de revogação de OPA, pedido esse que é subsequentemente substituído por um de modificação. Ou seja, pode o mesmo grau de fundamentação que permita concluir pela substancialidade e imprevisibilidade da alteração de circunstâncias considerar-se bastante para que a oferta em questão seja modificada, mas não revogada.

#### §4. Base do negócio e cláusulas de distribuição de risco

I. A manutenção do *status* regulatório dos factos enunciados primeiramente como relevantes para efeitos do regime legal da alte-

*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar*, Verlag Dr. Otto Schmidt (2018), comentário ao § 18, anotação 90.

<sup>28</sup> Preenchimento esse que obedece a um dever de fundamentação expressa que se apresenta, nas palavras de José Vieira de Andrade, *O Dever de Fundamentação Expressa de Actos Administrativos*, Almedina: Coimbra (1991), 22, “*como um instituto, tendo como centro de referência uma declaração que reúne todas as (quaisquer) razões que o autor assuma como determinantes da decisão, sejam as que exprimam uma intenção justificadora do agir, demonstrando a ocorrência concreta dos pressupostos legais, sejam as que visem explicar o conteúdo escolhido a partir da adesão ao fim, manifestando a composição dos interesses considerados para adotar a medida adequada à satisfação do interesse público no caso*”. A tendencial discricionariedade da decisão da CMVM não se confunde com o dever de fundamentação expressa desta, devendo ser dado a conhecer ao oferente as razões justificativas pelo (in)deferimento do seu pedido. O pedido concreto do oferente vai ter impacto no dever de fundamentação da CMVM, existindo uma variação do conteúdo da própria fundamentação, parecendo “*normativamente adequado graduar as exigências de densidade da declaração fundamentadora segundo a intensidade das posições jurídicas subjectivas tocadas pelo acto administrativo*”: Vieira de Andrade, *O Dever* cit., 256-257.

ração das circunstâncias, e depois qualificados como suscetíveis de integrar uma cláusula de distribuição de riscos, encontra um fundamento próprio nas relações estabelecidas entre o regime legal e o regime de distribuição de riscos. O problema da concorrência ou sobreposição entre estes deve ser resolvido no plano do *contrato*, através da interpretação do negócio jurídico. Nesta sede, deve estabelecer-se uma *ordem de preferências*<sup>29</sup>, que deverá permitir que a *função* operativa do instituto da alteração das circunstâncias não impeça, nem seja afastado, pelas cláusulas de distribuição de risco<sup>30</sup>, tal como o inverso.

Contudo, este processo interpretativo deverá ter apoio no *contrato*, ou, em contexto de OPA, no anúncio de lançamento. Não será possível concluir pela aplicação de um regime específico de distribuição de riscos, para regular os eventos julgados como não materializando uma alteração de circunstâncias, quando a parte não

<sup>29</sup> O recurso ao problema de interpretação do negócio jurídico corresponde à primeira *ordem de preferências*. De seguida, surge a interpretação *complementadora*, e, por fim o recurso ao regime da alteração das circunstâncias. A utilização da interpretação *complementadora* antes do recurso à alteração das circunstâncias tem a virtualidade de convocar, para a regulação contratual, a *justiça individualizada*, em oposição à *justiça geral e uniformizadora* prosseguida pela alteração das circunstâncias: Oliveira e Sá, *Cláusulas* cit., 435. Como assinala o Autor, a interpretação *complementadora* pressupõe uma lacuna no contrato, sendo convocada para resolver um problema de *inadequação* deste, enquanto que o instituto da alteração das circunstâncias funciona no plano da inexistência de uma regra contratual de distribuição de risco e de um regime legal supletivo aplicável. A interpretação *complementadora* permite, pois, a supressão de lacunas através da vontade hipotético-normativa das partes, *i.e.*, ao que as partes teriam estipulado no momento da celebração do negócio jurídico, em vista da justa composição dos seus interesses: *Ibidem*, 436. Admitindo que o recurso ao direito dispositivo por si “*só será diretamente aplicável na impossibilidade de recurso a qualquer elemento volitivo, ainda que complementado*”: Oliveira e Sá, *Cláusulas* cit., 437. Apesar de com raciocínio delineado para as cláusulas de preço fixo, mas, se bem entendemos, com o mesmo entendimento: Monteiro Pires, *Cláusulas* cit., 77.

<sup>30</sup> Assim, expondo que o regime da alteração das circunstâncias não se encontra totalmente na disponibilidade das partes, estando a autonomia privada das partes limitada pela sua *necessidade de correção (Korrekturbedürftigkeit)*: Oliveira e Sá, *Cláusulas* cit., 434, 438-439 (com alguns contornos específicos defendidos pelo Autor); Monteiro Pires, *Cláusulas* cit., 87; Monteiro Pires, *Contratos* cit., 180. Com entendimento próximo, não obstante, não se reportar às cláusulas de distribuição de risco em específico: António Menezes Cordeiro, *Da Boa Fé no Direito Civil*, II, Coimbra ed: Coimbra (1984), 1105-1107.



permite uma certa abrangência na subsunção dos factos ao próprio regime legal, ou quando, através da interpretação, se percebe claro que nunca pretendeu submeter esses eventos a outro regime. Apesar disso, mesmo assim, nas situações em que o facto considerado para efeitos do regime legal da alteração das circunstâncias não tem essa operacionalidade, nem também como evento suscetível de prever outro regime de distribuição de riscos, o evento pode ainda funcionar como pressuposto de vinculação das partes, ou do oferente, a um dado estado de coisas. Valerá depois, consoante os casos, o que dessa vinculação se possa extrair.

II. Sucede que a valência dos factos para o estrito propósito de uma cláusula de distribuição de riscos – uma *MAC*, como adiante melhor se argumentará – pressupõe a não qualificação do facto para o propósito de se acionar o regime legal da alteração das circunstâncias, ponto especialmente relevante pelas *MAC* constituírem uma redução do *standard* legal pela alteração das circunstâncias<sup>31</sup>. Em paralelo, como frisámos, o facto de a Oferente qualificar que os factos ínsitos nos pontos 24 e 25 do Anúncio surgem “*para todos os efeitos, designadamente os previstos no artigo 128.*” (itálico nosso), gera incontornavelmente um problema de interpretação negocial sobre a sua regulação (leia-se, a regulação que a Oferente pretendeu fazer) destes factos.

Dir-se-á que a sua regulação primária ocorre nos termos do artigo 128.º, e só secundariamente nos termos de uma *MAC*. Isto pressupõe que a função da alteração das circunstâncias tenha sido convocada para resolver o problema da desadequação do enunciado às novas realidades assim delimitadas como modificadoras do sinalagma<sup>32</sup>, e a *MAC* funcione como regulador da integração de lacunas no processo de vinculação aos termos da oferta, através da sua con-

<sup>31</sup> Oliveira e Sá, *Cláusulas* cit., 439.

<sup>32</sup> Monteiro Pires, *Contratos* cit., 180; António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil*, t. IX, 3.ª ed., Almedina: Coimbra (2017), 669 e ss; Ferreira Gomes, *Contratos* cit., 384.

vocação, no plano da interpretação *complementadora*, para equilibrar os interesses das partes à luz da *alteração material adversa*<sup>33</sup>.

## §5. Prolegómenos à qualificação dos pontos 24 e 25 do Anúncio

I. A consideração de que, na perspetiva da Oferente, as alíneas *b)*, *f)*, *g)* e *h)* do ponto 24, e a alínea *a)* do ponto 25 do Anúncio, podem ser consideradas *circunstâncias* em que a Oferente fundou a decisão de lançamento da oferta, para os efeitos do artigo 128.º, deve ser interpretada com a maior cautela. Não só a sua construção é abrangente e até indeterminada, como dificilmente se podem considerar *circunstâncias* imprevisíveis que justifiquem, à luz da boa fé, a modificação ou revogação da oferta<sup>34</sup>. Neste sentido, relativamente a pontos com o mesmo teor do que os das alíneas do ponto 24 do Anúncio, se bem entendemos, Paula Costa e Silva pronunciou-se também negativamente em relação à possibilidade de as reações da sociedade visada à OPA poderem integrar o artigo 128.<sup>35</sup>

<sup>33</sup> Este raciocínio corresponde ao inverso em matéria de articulação entre cláusulas de distribuição de risco e regime legal de alteração das circunstâncias, na medida em que, geralmente, as partes preveem a respetiva qualificação dos factos como relevantes nos termos de uma *MAC*, e não regulam, por outro lado, a possível aplicação (residual) do regime dispositivo. Neste caso acontece exatamente o inverso. Tal não implica que o raciocínio traçado quanto à *ordem de preferências* entre regimes seja inaplicável a esta situação. *Idem*, quanto à *ordem de preferências* em matéria de aplicação do regime dispositivo: Ferreira Gomes, *Contratos* cit., 384.

<sup>34</sup> No que respeita ao requisito de clareza, na Alemanha, o *BaFin* tem entendido que a concretização de uma *alteração material adversa* não pode ser estar sujeito a um número elevado de indicadores/factos: Favoccia/Krause, em *Wertpapiererwerbs* cit., comentário ao § 18, anotação 50.

<sup>35</sup> E o mesmo raciocínio se pode aplicar a grande parte das alíneas do ponto 24 do Anúncio. De facto, a Oferente qualificou como essenciais um número extenso de factos, de difícil arrumação num grupo de casos, que variam entre os que podem afetar a contrapartida oferecida e os que comprometem a situação do governo e das finanças da Sociedade Visada, ou a situação das sociedades que com esta estejam numa relação de grupo. Certamente, algumas das alíneas do ponto 24 serão situações que, a ocorrerem, preenchem o requisito da substancialidade, mas não podem considerar-se como imprevisíveis: Costa e Silva, *Ofer-*

Atendendo a que, nos termos da condição de sucesso, a oferta estava sujeita à detenção de 90% dos direitos de voto sobre a Sociedade Visada, calculados nos termos do n.º 1 do artigo 20.º do CVM – o que, aliás, pode pressupor a detenção em virtude da mera *transferência da propriedade económica* dos direitos de voto<sup>36</sup> – deverá considerar-se, nos termos do ponto 25 do Anúncio, que a ocorrência de um “*qualquer evento não imputável à Oferente que seja suscetível de determinar um aumento da contrapartida oferecida*” seja uma circunstância que permitirá a modificação ou revogação da OPA<sup>37</sup>?

Verdadeiramente, “*qualquer evento não imputável à Oferente*”, não pode ser visto como uma *circunstância*, mas como um mecanismo que assegura à parte uma “*desvinculação programada*”<sup>38</sup>.

*tas cit.*, 142-143. Este tipo de disposições é comum em OPAs, correspondendo a pressupostos para o lançamento da oferta. A título meramente exemplificativo, vide o ponto 2.6.2 do Prospeto de Oferta Pública Geral e Voluntária de Aquisição de Ações Representativas do Capital Social da Sonae Capital, SGPS, S.A., de 6 de outubro de 2020, disponível em [https://www.sonaecapital.pt/fileManager/opgv/ficheiro\\_pt\\_2.pdf](https://www.sonaecapital.pt/fileManager/opgv/ficheiro_pt_2.pdf), ou o ponto 2.6.2 do Prospeto de Oferta Pública Geral e Voluntária de Aquisição de Ações Representativas do Capital Social da EDP Renováveis, S.A. de 5 de julho de 2017, disponível em [https://www.edp.com/sites/default/files/prospecto\\_final\\_pt1.pdf](https://www.edp.com/sites/default/files/prospecto_final_pt1.pdf).

<sup>36</sup> Requicha Ferreira, *Acordos cit.*, 414.

<sup>37</sup> De facto, se apelarmos exclusivamente ao elemento literal, o ponto 25 do Anúncio surge enquadrado entre dois pontos que mencionam expressamente o artigo 128.º do CVM (*i.e.*, os pontos 24 e 26) e, inclusive, o ponto 26 do Anúncio inicia-se “*com a mesma finalidade que a referida no parágrafo anterior (leia-se, no ponto 25), a Oferente referiu também no Anúncio Preliminar que, para efeitos do disposto no artigo 128.º do Código dos Valores Mobiliários, e com respeito do regime aí previsto*”, pelo que tudo indica que o ponto 25 foi construído para operar nos termos do artigo 128.º.

Antevimos que a Oferente renunciou, a 1 de junho de 2021, à condição de sucesso de obtenção de 90% dos direitos de voto da Sociedade Visada. Esta pequena alteração, a poucos dias de terminar o prazo da OPA, não altera as conclusões por nós tecidas. Poder-se-á sempre dizer que a análise do ponto 25 do Anúncio à luz da intenção da Oferente em adquirir 90% da Sociedade Visada mantém ainda todo o interesse, pois é comum que no mercado de controlo societário exista a inserção de condições de sucesso em concomitância com mecanismos que assegurem ao oferente uma “*desvinculação programada*”.

<sup>38</sup> Referindo a recorrência, no plano contratual, de instrumentos com expedientes resolutórios: Ana Perestrelo de Oliveira, *Cláusulas de força maior e limites da autonomia privada*, LLR LXI (2020) 1, 65-79, 65-66. O recurso a mecanismos deste tipo em anúncios em contexto de OPAs, como se verifica no Anúncio, comportam uma dificuldade acrescida. A inserção de cláusulas deste tipo, típicas da *common law*, através da figura dos *remedies*,

Considerar o contrário seria alongar de tal forma a base do negócio que passaria a incluir-se factos subjetivos da Oferente como parâmetro de avaliação das *circunstâncias*, que, afinal, se querem objetivas<sup>39</sup>. O ponto 25 do Anúncio corresponde, assim, a um expediente que visa regular *ex ante*, no interior da OPA, a modificação ou resolução da contrapartida oferecida: trata-se de uma cláusula de saída da OPA, devidamente concebida como forma de proteção contratual por razões de conveniência<sup>40</sup>. A Oferente veio ampliar, à luz da ampla autonomia atribuída pelo legislador na possibilidade de conformação do *quid* da vinculação no lançamento de uma OPA, o seu raio de ação em correspondência com os seus interesses em definir as condições e termos da sua retirada.

II. As alíneas do ponto 24 do Anúncio são utilizadas, pela Oferente, “*como forma de controlo e mitigação do risco de superveniências contratuais*”<sup>41</sup>, com a vocação de verdadeiros *eventos materiais adversos*, cuja operatividade ocorre nos termos de uma cláusula *MAC específica*<sup>42</sup>, funcionando os factos enunciados como enumerações de situações com que a Oferente constitui uma *alteração*

estão pensadas numa lógica já negocial, em que as partes acordam mutuamente que situações permitem uma desvinculação programada ao abrigo da sua autonomia privada. Logo, à partida, cláusulas de desvinculação não seriam, pois, típicas de um ato unilateral – a oferta – corporizado num anúncio, no qual os seus destinatários não contribuem para a estipulação do seu conteúdo, sendo o oferente soberano nos termos em que primariamente modela o conteúdo da oferta.

<sup>39</sup> Barreto Menezes Cordeiro, *Manual* cit., 364; Costa e Silva, *Ofertas* cit., 137-138. Por exemplo, veja-se que, quanto ao requisito da *imprevisibilidade*, a estipulação de uma condição de eficácia da OPA pode tornar-se de preenchimento impossível, em virtude da ocorrência de um evento imprevisível, dando lugar à revogação da oferta. Trata-se de uma solução *de iure condendo*, que acolhemos, inicialmente tecida por Costa e Silva, *Ofertas* cit., 137-138, depois da Autora considerar que o facto que determina a impossibilidade de preenchimento de uma condição nem sempre se poder qualificar como imprevisível.

<sup>40</sup> Assim, em termos obrigacionais: Perestrelo de Oliveira, *Cláusulas* cit., 66.

<sup>41</sup> Perestrelo de Oliveira, *Cláusulas* cit., 68; Monteiro Pires, *Impossibilidade da Prestação*, Almedina: Coimbra (2017), 395.

<sup>42</sup> Monteiro Pires, *Cláusulas* cit., 83; Ferreira Gomes, *Contratos* cit., 380; Oliveira e Sá, *Cláusulas* cit., 431.

*material adversa (inclusions)*<sup>43</sup>. Por outro lado, a alínea *a*) do ponto 25 do Anúncio cumpre um reduto genérico e aberto de relevância de *eventos materiais adversos* (“*qualquer evento não imputável à Oferente que seja suscetível de determinar um aumento da contrapartida oferecida*”), nos termos de uma *MAC genérica*<sup>44</sup>: a introdução deste ponto, visa, essencialmente, a alteração da distribuição legal de risco, onerando o mercado com o risco endógeno e exógeno com a verificação da *alteração material adversa*<sup>45</sup>. Contudo, em boa verdade, da forma como o ponto 24 do Anúncio está estruturado: “*são exemplos de situações que podem ter tal impacto as seguintes (...)*”, parece-nos que será possível uma *devolução à MAC genérica* expressa no ponto 24 e 25 do Anúncio<sup>46</sup>.

<sup>43</sup> As *inclusions* constituem a descrição ou enumeração das situações em que as partes acordaram constituir uma *alteração material adversa*. De forma paralela ao que sucede quando as partes determinam os factos materiais relevantes, num contrato civil ou comercial, para a aplicação do regime legal da alteração das circunstâncias, já que as *inclusions* acopladas a uma cláusula *MAC* têm como finalidade limitar o risco do comprador, em caso de litígio, de não conseguir provar perante o tribunal a *materialidade* da alteração e de evitar as incertezas quanto a uma futura interpretação por parte do tribunal: Oliveira e Sá, *Cláusulas* cit., 431.

<sup>44</sup> Oliveira e Sá, *Cláusulas* cit., 431.

<sup>45</sup> Assinalando que as *MAC genéricas* assentam em conceitos indeterminados: Ferreira Gomes, *Contratos* cit., 380. Mencionando que, em virtude da sua fluidez, estas *MAC* deixam poucos indícios ao intérprete sobre o que as partes entendem como constituindo alterações com impacto material: Oliveira e Sá, *Cláusulas* cit., 431. Apontando os problemas que levantam as condições formuladas através de cláusulas genéricas ou que no seu núcleo fazem uso de conceitos indeterminados: Favoccia/Krause, em *Wertpapiererwerbs* cit., comentário ao § 18, anotação 31.

Dispondo que a liberação (total ou parcial) do devedor em consequência de um evento de força maior (também, no nosso entender, perante um *evento material adverso*) deve repercutir-se proporcionalmente na contraprestação, a fim de não criar desequilíbrios injustificáveis na distribuição do risco contratual: Manuel Carneiro da Frada, *A Alteração das Circunstâncias à luz do Covid-19, Teses e reflexões para um diálogo*, 80 ROA (2020) 1-2, 153-163, 161-163.

<sup>46</sup> Em termos gerais, quanto às fronteiras interpretativas na devolução à *MAC genérica*: Oliveira e Sá, *Cláusulas*, cit., 432.

Restará, por fim, considerar a alínea b) do ponto 25 do Anúncio como uma *financial MAC*, que opera, também, nos termos de uma *MAC genérica*<sup>47</sup>.

Três notas há ainda a expor:

- a) As situações descritas pela Oferente são claramente materiais, no sentido de “*ameaçar substancialmente o potencial global da sociedade-alvo para gerar proveito*”<sup>48</sup>;
- b) Tendo a Oferente assumido a obrigação de lançamento para aumentar o controlo na Sociedade Visada, as situações descritas projetam-se por um “*período razoável do ponto de vista comercial*”, afetando a rentabilidade de uma forma “*significativamente duradoura*”<sup>49</sup>;
- c) Os factos relevantes para efeitos da cláusula *MAC* foram dados a conhecer ao mercado e à Sociedade Visada, pelo que não podem ser considerados eventos desconhecidos.

III. As cláusulas *MAC* cumprem geralmente um propósito resolutório de “*desvinculação contratual*”<sup>50</sup>. Por meio da formulação específica que é dada aos pontos 24 e 25 do Anúncio, pretende-se que a consequência jurídica da ocorrência dos factos descritos seja a mesma que a prevista no artigo 128.º: portanto, a modificação ou revogação da oferta. Pretendendo a Oferente que se tenha em conta os efeitos do artigo 128.º, a questão tem surgido, na Alemanha, de articulação, não por referência a um regime do WpÜG, pois inexistente preceito mobiliário equivalente ao nosso 128.º, mas, ao invés, no

<sup>47</sup> Ferreira Gomes, *Contratos* cit., 381; Oliveira e Sá, *Cláusulas* cit., 430. Sobre *financial MACs* em ofertas cuja liquidação financeira será coberta por recurso a dívida: Favoccia/Krause, em *Wertpapiererwerbs* cit., comentário ao § 18, anotação 68.

<sup>48</sup> Atendendo ao escopo deste estudo, não abordaremos a evolução jurisprudencial norte-americana em matéria de *MACs*. Por todos: Ferreira Gomes, *Contratos* cit., 381-383.

<sup>49</sup> *Idem*, *Ibidem*.

<sup>50</sup> Monteiro Pires, *Cláusulas* cit., 82. Para as cláusulas *MAC* em OPAs, argumentando que em vez de ser o *closing* o último momento relevante para a ocorrência de uma cláusula *MAC*, será o final do período de aceitação da OPA: Perestrelo de Oliveira, *Cláusulas* cit., 69. Esse propósito de desvinculação programada pode desencadear quer a resolução quer modificação do contrato ou do ato unilateral: Monteiro Pires, *Cláusulas* cit., 82.

plano da aplicação geral do instituto civil de alteração das circunstâncias, previsto no § 313 do BGB<sup>51</sup>. Parte da Doutrina considera que este apelo pelo oferente, aos efeitos do § 313 do BGB, é suscetível de ser concebido como uma tentativa de alargar a margem de estipulação de condições na OPA voluntária<sup>52</sup>, contrariando o seu carácter excepcional, destarte opondo-se ao propósito de vinculação do oferente à oferta<sup>53</sup>. Nestes termos, tem-se limitado o recurso ao § 313 do BGB a casos excepcionais, e mesmo aí o seu recurso deve ser devidamente adaptado, em virtude de não lidarmos aqui com uma parte cocontratante, mas com um número elevado de destinatários da oferta<sup>54</sup>.

## §6. As cláusulas *MAC* e os *mecanismos de condicionalidade*

I. Em virtude da sua raiz anglo-saxónica, não se estranha que as cláusulas *MAC* não encontrem respaldo exposto no CVM, mas nem por isso deixam de estar intimamente ligadas a figuras conhecidas, como os *mecanismos de condicionalidade*. A verdade é que, mesmo quando as *MAC* são configuradas nos termos de um contrato civil ou comercial, existe entre estas e as condições suspensivas ou resolutivas uma proximidade genética – que, muitas vezes, pode coincidir com a estipulação de *conditions precedent*<sup>55</sup>. Contudo, não

<sup>51</sup> Favoccia/Krause, em *Wertpapiererwerbs* cit., comentário ao § 18, anotação 121. O artigo 128.º não encontra paralelo no Direito Alemão (WpÜG), tendo sido uma novidade introduzida pelo legislador em 1999.

<sup>52</sup> A problemática da introdução de *mecanismos de condicionalidade* em OPAs coloca-se essencialmente em ofertas voluntárias. As ofertas obrigatórias são incondicionais por natureza - se de outra forma fosse, o oferente facilmente poderia evitar o dever de adquirir as ações da sociedade visada. Não obstante, é concebível equacionar casos em que oferente se encontre num conflito irresolúvel com outros preceitos impositivos. Nestes casos excepcionais, deve ser permitido que o oferente sujeite a oferta vinculada a condições: Favoccia/Krause, em *Wertpapiererwerbs* cit., comentário ao § 18, anotação 5.

<sup>53</sup> Favoccia/Krause, em *Wertpapiererwerbs* cit., comentário ao § 18, anotação 121.

<sup>54</sup> *Idem, Ibidem*.

<sup>55</sup> Sustentando que as *MAC* podem emergir como *closing conditions*: Oliveira e Sá, *Cláusulas* cit., 430; Paulo Câmara/Miguel Brito Bastos, *Direito da aquisição de empresas: uma*

deixamos de assinalar que as *MAC* assumem um propósito como *cláusulas de adaptação*, diferente do que sucede com a mera estipulação de condições para o *closing*<sup>56</sup>.

Esta constatação não é de todo despicienda, havendo lastro para configurar as *MAC* como *mecanismos de condicionalidade*, o que acontece, por exemplo, no Direito Alemão, para efeitos do §18 do WpÜG<sup>57</sup>.

Com efeito, o §18 do WpÜG partilha semelhanças notórias com o nosso artigo 124.º do CVM: especificamente, à semelhança do n.º 4 do artigo 124.º, o § 18 (1) do WpÜG estatui que a oferta não pode estar sujeita a condições cuja verificação dependa do oferente<sup>58</sup>.

Neste sentido, a Doutrina mais recente tem entendido que o termo *condições (Bedingungen)*, para efeitos do § 18 (1) do WpÜG, deve ser interpretado extensivamente, à luz do fim de proteção da norma, devendo incluir-se, desde logo, todas as condições dentro do significado do §158 do BGB, isto é, provisões inseridas no negócio pelas partes que fazem com que os efeitos legais do negócio estejam dependentes da verificação de um evento futuro e incerto, abran-

*introdução*, em *Aquisição de Empresas*, Coimbra ed: Coimbra (2011), 13-65, 44.

<sup>56</sup> Nesta lógica, quanto às *cláusulas de adaptação*: Mariana Fontes da Costa, *Da alteração superveniente das circunstâncias: Em especial à luz dos contratos bilateralmente comerciais*, Almedina: Coimbra (2019), 249 e ss, 279 e ss.

<sup>57</sup> Stefan Zeyher, *Störung der Geschäftsgrundlage, Treu und Glauben und MAC-Klauseln in Schiedsverfahren*, em *Post-M&A-Schiedsverfahren, Recht und Rechtsfindung jenseits gesetzlichen Rechts*, Springer (2019), 279-300, 279-280, 295; Antonios G. Karampatzos, *MAC/MAE-Klauseln und Störung der Geschäftsgrundlage in Gerichts- und Schiedsverfahren*, em *Post-M&A-Schiedsverfahren, Recht und Rechtsfindung jenseits gesetzlichen Rechts*, Springer (2019), 261-277, 265, 271 e ss; Kai Hasselbach/Johannes Wirtz, *Die Verwendung von MAC-Klauseln in Angeboten nach dem WpÜG*, 16 BB (2005), 842-846, 843. Expondo importantes considerações sobre os impactos do litígio Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG, *et al.*, confirmado a 7 de dezembro de 2018 pelos tribunais de Delaware, no funcionamento das *MAC* para efeitos do § 18 do WpÜG: Sebastian Edrich, *Material-Adverse-Change clauses in Public Takeovers in the Case of Akorn v. Fresenius. A Comparative Law Approach*, GRIN Verlag (2020), 20 e ss.

<sup>58</sup> Favoccia/Krause, em *Wertpapiererwerbs* cit., comentário ao § 18, anotação 1. Já o § 18 (2) do WpÜG não encontra paralelo expresso no nosso CVM, mas a consequência que daí se extrai também se pode ter como genericamente aplicável. O § 18 (2) do WpÜG proíbe as ofertas feitas mediante a introdução de um direito a revogação ou rescisão/retirada.



gendo condições precedentes [§ 158 (1) do BGB] e condições subsequentes [§ 158 (2) do BGB]<sup>59</sup>.

O artigo 124.º do CVM regula a matéria do conteúdo da oferta, estabelecendo no n.º 1, a sua primacial inalterabilidade. O n.º 3 impõe que a estipulação de condições de eficácia da OPA devem corresponder a um *interesse legítimo*, não podendo *afetar o funcionamento normal do mercado*<sup>60</sup>, ao passo que o n.º 4, à semelhança do §18 (1) do WpÜG, impede a inclusão de *condições potestativas*<sup>61</sup>. Com este preceito, ao princípio de tendencial autonomia privada quanto à normação de cláusulas mobiliárias em matéria de OPAs<sup>62</sup>, deve associar-se uma ideia de condicionalidade<sup>63</sup>. A estes devem articular-se os limites à estipulação de cláusulas mobiliárias, com fundamento na proibição de abuso de direito<sup>64</sup>.

A utilização do termo *condição*, nos números 3 e 4 do preceito, deve assumir um propósito próprio nos termos dos *mecanismos de condicionalidade voluntária*, abrangendo tanto condições (suspensivas ou resolutivas), como as “cláusulas resolutivas”, assim desig-

<sup>59</sup> Favoccia/Krause, em *Wertpapiererwerbs* cit., comentário ao § 18, anotação 13.

<sup>60</sup> Considerando que a estipulação de condições no CVM é mais restrita que no CC: Câmara, *Manual*, 4.ª ed., cit., pp. 710-713; Rocha, *A aquisição* cit., 400-401. A introdução deste tipo de mecanismos contratuais na matéria das ofertas públicas deve ser analisada de forma cautelosa, devendo ser ponderadas as posições jurídicas ativas de ambas as partes: com preponderância, como a OPA é, muitas vezes, um mecanismo estratégico e economicamente dispendioso de aquisição de uma empresa, existe uma grande tendência para permitir a “*desvinculação programada*” do oferente (assinalando os interesses do oferente inerente à OPA: João Cunha Vaz, *A OPA e o Controlo Societário - A Regra de Não Frustração*, Dissertação de Doutoramento apresentada à FDUC (2013), 259.

<sup>61</sup> Câmara, *Manual*, 4.ª ed., cit., pp. 712-713.

<sup>62</sup> Estruturamos este princípio com base nas considerações que Requicha Ferreira tece em relação aos acordos de aceitação e de não-aceitação de OPA: Requicha Ferreira, *Acordos* cit., 262 e ss.

<sup>63</sup> Referindo, perante a antiga legislação, que em matéria de OPA vigorava um princípio de liberdade condicionada: Calvão da Silva, *Estudos* cit., 211-212 (o que, consideramos, se mantém, perante a atual legislação).

<sup>64</sup> Bem assim, defendendo que a estipulação de cláusulas também não poderá ser abusiva, nos termos do artigo 334.º do CC: Vogler Guiné, *Da Conduta* cit., 176. Não poderá dizer-se, sem mais, que a inclusão de expedientes resolutórios, que permitam a saída do oferente da OPA, sejam consideradas situações de abuso de direito.

nadas pela Doutrina<sup>65</sup>. Em bom rigor, o preceito visa regular os pressupostos de vinculação do oferente à OPA, sob uma perspetiva condicional, pelo que deve ser interpretado de forma ampla<sup>66</sup>.

Em Favoccia/ Krause, as *condições* (leia-se, formuladas como cláusulas *MAC*) têm-se, em princípio, como admissíveis em sede do § 18 (1) do WpÜG, desde que a *alteração material adversa* não seja deixada à discricionariedade do oferente. Para mais, esta *alteração* deverá ter subjacente uma certa materialidade, *i.e.*, não ser de importância menor ou de curta duração.<sup>67</sup> Adicionalmente, prossegue a Autora, as condições *MAC* devem ser formuladas de tal maneira que a verificação da *condição*, *i.e.*, a ocorrência da *alteração material adversa* possa ser determinada de forma objetiva e com certeza jurídica. Dito de outra forma, as cláusulas *MAC* serão proibidas pelo §18 (1) do WpÜG – e, acrescentaríamos, pelo n.º 4 do artigo 124.º do CVM - na medida em que a verificação da *alteração material adversa* não esteja dependente de uma ação ou omissão do oferente, não bastando, pois, a simples formulação pelo oferente

<sup>65</sup> Utilizamos a noção de condicionalidade proposta por João de Oliveira Geraldês, *Tipicidade contratual e condicionalidade suspensiva: estudo sobre a exterioridade condicional e sobre a posição jurídica resultante dos tipos contratuais condicionados*, Almedina: Coimbra (2010) 13 e ss. Para a expressão *mecanismos*, associamos as posições jurídicas ativas dos tipos contratuais condicionados, num sentido amplo (portanto, ao diferimento entre o *signing* e o *closing*). Argumentando que as cláusulas resolutivas encontram campo de aplicação no regime das condições do CVM, embora com raciocínio delineado para o Código pretérito: Calvão da Silva, *Estudos cit.*, 230.

<sup>66</sup> Vogler Guiné, *Da Conduta cit.*, 176; Calvão da Silva, *Estudos cit.*, 230 e ss, para quem “o sentido do termo *condição* usado pelo legislador vai além do sentido técnico, abrangendo outros, de resto correntes, como qualquer cláusula negocial ou qualquer cláusula acessória da oferta”. Vogler Guiné associa a aposição de *pressupostos* como uma forma de condicionar o lançamento da OPA. Por outro lado, esta interpretação ampla corresponde à noção a atribuir ao termo *condição*, no Direito Civil: Manuel Domingues de Andrade, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, II, 3.ª reimp., Almedina: Coimbra (1972), 356. Em sentido coincidente, no direito alemão, defendendo uma interpretação extensiva para efeitos do §18 (1) do WpÜG: Favoccia/Krause, em *Wertpapiererwerbs cit.*, comentário ao § 18, anotação 13.

<sup>67</sup> Favoccia/Krause, em *Wertpapiererwerbs cit.*, comentário ao § 18, anotação 89.

de um mecanismo condicional por referência a um evento incerto e futuro para que se acione a proibição<sup>68</sup>.

III. Tendo presentes os comentários que Calvão da Silva teceu sobre o n.º 9 do anúncio preliminar da OPA lançada pelo Banco Comercial Português (BCP), em 1994, ao Banco Português do Atlântico (BPA), o Autor considerou que, quando o oferente enuncia determinados factos como pressuposto de vinculação à OPA, estamos perante a estipulação de condições ou cláusulas resolutivas<sup>69</sup>. Tratava-se de uma situação em muito idêntica aquela que agora se analisa, quanto ao ponto 24 do Anúncio<sup>70</sup>.

Deste comentário, extrai-se uma conclusão inicial: a estipulação de uma cláusula com expedientes modificativos ou resolutórios deve assumir um nível de determinabilidade e clareza suficiente

<sup>68</sup> Neste sentido, e, em especial, quanto às *MAC* como mecanismo que pode fundamentar a imputação de direitos de voto, nos termos da alínea *e*) ou *h*) do n.º 1 do artigo 20.º do CVM: Filipe Afonso Rocha, *Da atuação concertada como fundamento de imputação de direitos de voto à [re]jequação dos direitos potestativos de aquisição como critério legitimador de imputação*, RDS XII (2020) 1-4, 145-178, 162.

<sup>69</sup> Calvão da Silva, *Estudos cit.*, 230 e ss. Considera o Autor que enquanto a condição resolutiva “*torna o contrato automaticamente ineficaz com a verificação do evento futuro e incerto nela previsto*”, a cláusula resolutiva “*a parte reserva-se o direito de, uma vez verificado o evento futuro e incerto nela previsto, resolver a relação contratual mediante declaração unilateral receptícia*”. Densificando, para o efeito, a distinção no Direito Civil: Baptista Machado, *Pressupostos de resolução por incumprimento*, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Teixeira Ribeiro, II*, Coimbra ed: Coimbra (1979) 343-411, 402-405; João Calvão da Silva, *Cumprimento e sanção pecuniária compulsória*, Almedina: Coimbra (1987), 321-325.

<sup>70</sup> Indicava o n.º 9 do anúncio preliminar da OPA de 1994 do BCP sobre o BPA, que “*a oferta poderá, conforme o caso, deixar de ser lançada por decisão do oferente (...) ocorrida deliberação da assembleia geral da sociedade visada (...) cujo conteúdo envolva emissão de valores mobiliários (...) dissolução, fusão e cisão da sociedade, ou acordos para esse efeito, alteração ao estatutos, distribuição de reservas ou amortização de acções*”. Alguns dos factos enunciadas na OPA de 1994, apesar de conformados como forma de “*não lançamento da oferta*” (o que, em termos práticos, é o mesmo que considerá-las pressuposto da aceitação da OPA), são os mesmos que se encontram presentes no ponto 24 do Anúncio. Calvão da Silva, *Estudos cit.*, 232 concluiu que esta sujeição a condição “*não prejudica os legítimos interesses dos destinatários da Oferta*”, não se tratando de uma estipulação que seja um “*puro arbítrio ou capricho do oferente, mas de acto de terceiro (a sociedade visada), de certa gravidade ou transcendência que põe em jogo interesses sérios daquele*”.

para a sua respetiva qualificação<sup>71</sup>, na lógica do que tem vindo a ser acentuado pela Doutrina, por referência ao § 18 (1) do WpÜG<sup>72</sup>. Não bastará para tanto referir que o facto *x* ou *y* é pressuposto da vinculação do oferente à OPA, se dessa enunciação não se é capaz de determinar a aplicação do regime relevante. Este dado é especialmente expressivo quanto a cláusulas e institutos que se podem ou não *transpor* para os termos da nossa lei mobiliária, pelo que, sem a respetiva qualificação ou introdução de elementos textuais relevantes, a tarefa do aplicador do Direito em muito fica dificultada<sup>73</sup>.

<sup>71</sup> Nesta aceção, a qualificação de um determinado facto e a inserção no respetivo regime jurídico nunca pode ser algo apriorístico. No mercado de *M&A*, várias são as cláusulas que funcionam com uma função resolutiva, muitas vezes à qual se acresce uma função de garantia. Uma cláusula *MAC*, por exemplo, permite à parte a desvinculação unilateral da aquisição; o mesmo efeito pode ser atribuído a uma *condition precedent*, ou a uma *closing condition*. Nas *representations* à parte é dada a possibilidade de resolver o contrato, anulando-o nos termos do artigo 433.º e ss do CC; por outro lado, soma-se a indemnização que poderá ser atribuída à parte lesada, se ao contrato for acoplada uma cláusula *warranty*: Catarina Tavares Loureiro/Manuel Cordeiro Ferreira, *As cláusulas de declarações e garantias no direito português - reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal De Justiça de 1 de março de 2016*, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez* 44 (2016), 15-30, 22; Catarina Monteiro Pires, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas*, Almedina: Coimbra, 2020, 64. Assinalando a cautela na transposição de institutos da prática *M&A* anglo-saxónica para os ordenamentos continentais: Martin Henssler, *Material Adverse Change-Klauseln in deutschen Unternehmenskaufverträgen – (r)eine Modeerscheinung*, em *Festschrift für Ulrich Huber zum siebzigsten Geburtstag*, Mohr Siebeck: Tübingen (2006), 739-756, 753.

<sup>72</sup> Favoccia/Krause, em *Wertpapiererwerbs* cit., comentário ao § 18, anotação 89.

<sup>73</sup> Assinalando a relevância do *nomen juris* no modelo regulativo do tipo: Pedro Pais de Vasconcelos, *Teoria Geral do Direito Civil*, 8.ª ed., Almedina: Coimbra (2015), 501-506; Pedro Pais de Vasconcelos, *Contratos Atípicos*, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2009), 90. Nestas situações, a regulação negocial subjetiva estipulada tem, portanto, uma certa prevalência sobre o ordenamento legal objetivo. Por conseguinte, perante a qualificação como juízo predicativo: Pais de Vasconcelos, *Teoria* cit., 499-500. Assinalando a sobreposição unitária aparente das cláusulas de distribuição de riscos como problema, cremos, de qualificação: Perestrelo de Oliveira, *Cláusulas* cit., 68-69. Repare-se que, por outro lado, na ausência de regulação contratual, o evento que permite a desvinculação do contrato pode materializar-se na aplicação do regime da impossibilidade, verificados os respetivos pressupostos: *Ibidem*, 70. Referindo que na falta de critério contratual e de regra legal aplicável, é imputável ao credor o risco de contraprestação, em caso de violação injustificada de comandos que lhe

## §7. Limitação dos poderes da sociedade visada, afetação dos interesses do oferente e regra de não-frustração

I. Concomitantemente à estipulação de condições de eficácia da OPA, mais especificamente, na modalidade de condições de aquisição, ou de mecanismos de “desvinculação programada”, a partir do momento em que tome conhecimento da decisão de lançamento da OPA que incida sobre mais de um terço dos valores mobiliários da respetiva categoria e até ao apuramento do resultado ou até à cessação, em momento anterior, do respetivo processo, o órgão de administração da sociedade visada não pode praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada, que não se reconduzam a atos de gestão corrente da sociedade, e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente, nos termos do n.º 1 do artigo 182.º do CVM<sup>74</sup>. De facto, o âmbito temporal de aplicação do artigo 182.º do CVM não se encontra literalmente preenchido na situação em apreço: a OPA da Oferente sobre a Sociedade Visada não incide sobre mais de um terço das ações desta. Contudo, no seguimento do defendido por João Cunha Vaz, este âmbito temporal não deverá ser atendível em termos tão estritos<sup>75</sup>.

imponham a omissão ou a prática de certos atos, em vista à realização do programa obrigacional, em particular à luz da regra da boa fé (n.º 2 do artigo 762.º do CC): Catarina Monteiro Pires, *Direito das Obrigações em Tempos de Calamidade*, Almedina: Coimbra (2021), 15.

<sup>74</sup> Trata-se da regra de não-frustração da OPA (*non-frustration rule*), intimamente ligada com a proibição de adoção de medidas defensivas por parte da administração da sociedade “opada” que indesejavelmente impeçam a cessão de controlo: Cunha Vaz, *A OPA* cit., 217. Como refere o Autor, esta limitação “*não equivale a uma neutralidade ou passividade absoluta por parte daquele órgão, na medida em que este último deverá emitir uma opinião sobre a oferta (arts. 9.º/5 Directiva e 181.º/1 CódVM), bem como está autorizado desde logo a procurar ofertas concorrentes (arts. 9.º/2 e 182.º/3c), sendo mais correcto falarmos em regra de não frustração da oferta da qual decorre a limitação de poderes da administração da sociedade visada na pendência de OPA*”.

<sup>75</sup> Cunha Vaz, *A OPA* cit., 221. Também levantando reservas ao critério estabelecido no n.º 1 do artigo 182: Jorge Brito Pereira, *A Opa Obrigatória*, Almedina (1998), 193; Vogler Guiné, *Da Conduta* cit., 142-144, este último Autor apelando à interpretação teleológica do preceito.

II. O n.º 1 do artigo 182.º do CVM não visa impedir todas as medidas excepcionais, mas tão só aquelas que possam comprometer o êxito da oferta<sup>76</sup>. Nesta aceção, de entre as medidas de carácter excepcional, o legislador somente proíbe as que possam afetar (direta ou indiretamente) os objetivos anunciados pelo oferente no anúncio, nos termos da alínea g) do n.º 1 do artigo 176.º do CVM<sup>77</sup>, de modo a que aquele órgão esteja na posse de todos os elementos que lhe permitam aferir dos termos da sua limitação, salvaguardando-se, assim, os interesses do oferente: os objetivos do oferente devem constar do anúncio, de forma a antecipar o momento a partir do qual podemos determinar que atos da sociedade visada são suscetíveis de afetar os interesses do oferente e que, por isso, aquela sociedade estará inibida de os praticar no decurso da OPA<sup>78</sup>.

<sup>76</sup> A *non-frustration rule* pretende compatibilizar a inibição dos poderes da administração da sociedade visada com o interesse na continuidade da exploração normal desta sociedade, pelo que só três “grupos” de atos estão abrangidos: (i) os *actos susceptíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada*; (ii) os *que não se reconduzam à gestão normal da sociedade* e (iii) os *que possam afectar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente*. Como refere Cunha Vaz, *A OPA cit.*, 243, trata-se de um critério ou princípio geral composto por três critérios cumulativos, seguido de um elenco exemplificativo, nos termos da alínea b) do n.º 2 do artigo 182.º. Contudo, o princípio geral é especialmente amplo, ao permitir que a administração visada deva limitar as suas decisões às essenciais para a vida normal da sociedade, evitando-se de praticar atos extraordinários no decurso da OPA – o que, como salienta Cunha Vaz, *A OPA cit.*, 256, colide com o dever típico de administrar (mais abrangente) que decorre, no decurso da vida normal da sociedade, da qualidade de administrador. De qualquer forma, refere o Autor, *Ibidem*, 258: “*quantos mais objetivos forem enunciados pelo oferente, maior será a probabilidade dessa afetação ser significativa e maior será o leque de atos vedados á administração da sociedade visada*”.

<sup>77</sup> Cunha Vaz, *A OPA cit.*, 257.

<sup>78</sup> Tudo isto no sentido de permitir aos destinatários da oferta que avaliem, de forma adequada e objetiva, as intenções do oferente relativamente ao destino da sociedade visada, permitindo aferir dos atos que a administração pode ou não adotar no decurso da OPA, o que constitui um imperativo legal da alínea g) do n.º 1 do artigo 176.º. Esta solução demonstra a intenção do legislador em proteger os interesses previstos pelo oferente, regulando, ao mesmo tempo, os interesses dos acionistas da sociedade visada e os do oferente, em nome da certeza jurídica. Será do interesse do oferente enumerar expressamente todos os seus objetivos, alargando o leque de situações que permitirá a inibição dos poderes a praticar pela sociedade visada, ao mesmo tempo que será do interesse da administração da socie-

A par da clara remissão das alíneas *f*) e *g*) do ponto 24 do Anúncio para o regime do artigo 182.º, sucede que a Oferente enuncia geralmente os seus objetivos em forma de pressuposto ou exigência: a OPA é lançada se o facto *x* ou *y* não vier a ocorrer. Assim, a enunciação dos objetivos da OPA pela Oferente adquire uma dupla funcionalidade, muitas vezes sobreposta por uma funcionalidade unitária aparente: serve o propósito de (i) determinar a aplicação do artigo 182.º, e (ii) de conformação do próprio processo de vinculação da Oferente à OPA. Significa que a Oferente pode condicionar o lançamento da OPA, nos termos do n.º 3 do artigo 124.º, ou do artigo 128.º, mas sujeito às limitações que temos vindo a referir, adquirindo os factos a função de *objetivos* para efeitos do artigo 182.º<sup>79</sup>. Contudo, este raciocínio não é sinónimo de sobreposição de regimes, mormente em razão da diferença de consequências na estipulação: o artigo 182.º coloca a sociedade visada numa posição de *sujeição*, limitando os seus poderes no decurso da OPA<sup>80</sup>, enquanto que a inclusão de cláusulas mobiliárias modificativas ou resolutivas tem como função primária a modificação ou revogação da OPA<sup>81</sup>.

dade visada conhecer devidamente os objetivos do oferente, com o propósito de formar um juízo fundamentado sobre a oferta: Cunha Vaz, *A OPA* cit., 263.

<sup>79</sup> Assim refere Cunha Vaz, *A OPA* cit., 282-283 e 257, que a afetação dos objetivos, quando em causa esteja a afetação dos interesses do oferente, tem de ser significativa, considerando-se como tal sempre que esta *impossibilite a condição a que o oferente sujeitou a oferta* [cf., também: Orlando Vogler Guiné, *A Transposição da Directiva 2004/25/CE e a Limitação dos Poderes do Órgão de Administração da Sociedade Visada*, 22 CadMVM (2005), 21-46, 33: ao referir que, nos termos do n.º 2 do artigo 176.º do CVM, a sujeição da oferta a qualquer condição apenas será eficaz se constar do anúncio, de modo a acautelar as expectativas dos destinatários da oferta, e em nome da segurança jurídica.

<sup>80</sup> A atuação da sociedade visada contrária aos objetivos estipulados, e, portanto, ao artigo 182.º do CVM, faz com que os seus administradores incorram em responsabilidade. Discutindo se, perante este preceito, o ato praticado em violação dos objetivos do oferente pode ser ineficaz perante a sociedade visada nas relações com terceiros: Vogler Guiné, *Da Conduta* cit., 216-223.

<sup>81</sup> Mais diferenças existirão. Por um lado, a eficácia das condições produzirá efeitos a partir do lançamento da oferta e do respetivo anúncio preliminar, enquanto que o início da inibição dos poderes da sociedade visada pode não coincidir com a regra do artigo 183.º do CVM, já que esta pode começar a produzir efeitos num momento anterior, isto é, com a tomada de conhecimento, por parte da administração da sociedade visada, (da decisão) do

Destarte, se para os devidos efeitos legais, o ponto 24 do Anúncio for entendido como um repositório de objetivos no processo de vinculação do Oferente à OPA, dúvidas também persistirão quanto à possibilidade dos factos enunciados se estenderem às sociedades em relação de domínio ou de grupo<sup>82</sup>. Por outro lado, se a ocorrência dos factos funcionar como pressuposto da modificação ou revogação da OPA, nos termos do artigo 128.º, nada obstará que se pudessem estender às sociedades que se encontrem nestas situações.

Relativamente às *MAC*, tecendo um paralelo com o § 18 (1) do *WpÜG*, vemos que o escopo subjetivo deste, em comparação com o n.º 4 do artigo 124.º do *CVM*, é até mais abrangente, ao mencionar,

lançamento da OPA, o que pode ocorrer antes da publicação do anúncio preliminar: Cunha Vaz, *A OPA* cit., 230. Discutindo a problemática do conhecimento efetivo pela sociedade visada, nos termos da alínea *a*) do n.º 2 do artigo 182.º: Vogler Guiné, *Da Conduta* cit., 137-141; Cunha Vaz, *A OPA* cit., 230 e ss. Por outro lado, enquanto que o destinatário do artigo 182.º é a administração da sociedade visada, o que corresponde também ao destinatário do n.º 3 do artigo 124.º, o artigo 128.º, como vimos, cumpre um propósito de informar o mercado, na sua generalidade e abstração, dos factos que podem modificar o lançamento da OPA. Isto não prejudica, contudo, que a inclusão de factos que legitimam a aplicação do artigo 128.º, possa funcionar como forma de prevenir uma medida “anti-OPA” por parte da administração visada.

<sup>82</sup> Cunha Vaz, *A OPA* cit., 224-229, entendendo, em 224, que “*Devemos ou não interpretar de forma extensiva o texto da presente norma de modo a abranger, para além dos actos da sociedade visada, também os actos da administração das sociedades controladas por esta, embora, no pressuposto de estarem reunidos os restantes requisitos desta norma: se e na medida em que sejam susceptíveis de alterar a situação patrimonial da sociedade dominante alvo de OPA, não se reconduzam à sua gestão normal e possam afectar significativamente os objectivos do oferente*”. Também Pereira de Almeida, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, I, 6.ª ed., Coimbra ed: Coimbra (2011), 800, chama a atenção para o facto de o oferente (numa OPA facultativa) poder sempre condicionar a sua oferta à não verificação da prática de certos atos pela sociedade visada ou suas dominadas. Vogler Guiné, *Da Conduta* cit., 180-182, entende que o preceito se aplica somente às sociedades em relação de grupo, em que as sociedades totalmente dominadas ou subordinadas estão hierarquicamente dependentes da sociedade totalmente dominante ou subordinante, onde a administração das primeiras vê os seus poderes limitados pelo lançamento de uma OPA sobre uma destas últimas. O mesmo Autor considera, no entanto, que tal já não sucede relativamente a sociedades que estejam em relação de domínio, nos termos do artigo 486.º do *CSC*.



além do oferente (*Bieter*), quem com ele atue em conjunto, suas subsidiárias ou consultores<sup>83</sup>.

IV. A verdadeira relevância desta *concomitância* de propósitos prende-se, mais uma vez, com a exigência de clareza, por parte do oferente, do regime jurídico que pretende acionar quando pressupõe a não ocorrência de factos para o lançamento e aceitação. Se nada for dito, o facto estipulado pelo oferente pode funcionar como determinante na sujeição dos poderes da sociedade visada, como facto resolutivo ou modificativo, o que pressupõe a sua qualificação nos termos acima expostos – nos termos do artigo 124.º, ou, tratando-se de uma situação típica de alteração das circunstâncias, nos termos do artigo 128.º. Como referimos, alguns dos factos descritos no ponto 24 do Anúncio constituem especificações, pela Oferente, do que possam ser atuações que inibem a administração da sociedade visada – alínea b) do n.º 2 do artigo 182.º do CVM<sup>84</sup>.

<sup>83</sup> Favoccia/Krause, em *Wertpapiererwerbs* cit., comentário ao § 18, anotação 1 *et seq.* A *ratio* da norma é comum ao n.º 4 do artigo 124.º: releva aqui a fixação de condições cuja verificação dependa de um agente a que se imputa, de forma direta ou indireta, a oferta – teleologicamente, nada impede a que se interprete o n.º 4 do art. 124.º, também de modo a abranger as pessoas que, para além do *Bieter*, que com ele atuem em conjunto e/ou sobre o seu controlo de forma a fixarem condições cuja verificação reside na sua esfera de atuação.

<sup>84</sup> Alguns dos poderes de gestão do conselho de administração enumerados no artigo 406.º do CSC estão vedados pelo n.º 1 do artigo 182, como é referido por Cunha Vaz, *A OPA* cit., 126, 271: “Aquisição, alienação e oneração de bens imóveis, f) Prestação de cauções e garantias pessoais ou reais pela sociedade, g) Abertura ou encerramento de estabelecimentos ou de partes importantes destes, h) Extensões ou reduções importantes da actividade da sociedade, i) Modificações importantes na organização da empresa, j) Estabelecimento ou cessação de cooperação duradoura e importante com outras empresas, l) Mudança de sede e aumentos de capital, nos termos previstos no contrato de sociedade, m) Projectos de fusão, de cisão e de transformação da sociedade e n) Qualquer outro assunto sobre o qual algum administrador requiera deliberação do conselho, desde que reúna os requisitos atrás enunciados”. Por outro lado, fará ainda sentido perceber se a frustração de uma medida anti-OPA, nos termos do n.º 1 do artigo 182.º, pode desencadear uma modificação da OPA à luz do artigo 128.º. Trata-se de uma situação a avaliar caso a caso, especialmente atendendo à exigência de *imprevisibilidade* da alteração. Depois, cumular a estatuição para a violação de medidas anti-OPA com a modificação da OPA, em simultâneo, pode revelar-se num comprometimento demasiado forte com os interesses do oferente, secundarizando outros interesses conflitantes.

V. Enfim, a respetiva aplicação do regime jurídico pressuporá, portanto, uma qualificação clara e rigorosa pelo oferente.<sup>85</sup>

<sup>85</sup> Mais se ateste que esta exigência de especificação constitui um balanceamento do privilégio que o regime das OPAs confere ao oferente, ao salvaguardar os seus interesses em relação a quaisquer outros conflituantes: Cunha Vaz, *A OPA* cit., 258. Parte da Doutrina tem defendido que os objetivos da OPA podem assumir uma função implícita, contrariamente ao que poderia suceder com a estipulação de cláusulas mobiliárias de resolução ou modificação. Quanto aos objetivos implícitos da oferta, Vogler Guiné, *Da Conduta* cit., 174, faz a distinção entre objetivos anunciados pelo oferente e aqueles outros deduzidos, presumidos ou mesmo conhecidos pela administração, ressalvando, no entanto, os objetivos indiretos do oferente, designadamente, que a aquisição do controlo decorra o mais eficiente possível, o qual deverá ser considerado relevante para o efeito, embora não expressamente divulgado nos documentos da oferta. Também assim: Brito Pereira, *A OPA* cit., 196. Cunha Vaz, *A OPA* cit., 262-263, dispõe que devem apenas ser acautelados os objetivos do oferente expressos no anúncio preliminar (bem como posteriormente no prospeto da oferta), sendo esta a única solução que permite aferir, com segurança e certeza jurídica, os atos que estarão vedados à sociedade no decorrer da OPA. De facto, admitir tutelar objetivos não expressos em documentos da oferta poderá, porventura, gerar insegurança e incerteza jurídica, o que poderia permitir ao oferente invocar um qualquer ato que, por ter sido levado a cabo pela sociedade visada, seria suscetível de frustrar objetivos implícitos (porque não anunciados ou conhecidos). Nos termos do n.º 1 do artigo 138.º, do artigo 7.º e 135.º, o oferente deve procurar ser perfeitamente claro sobre a sua posição na sociedade visada, antes e depois da OPA, bem como o que pretende com o mecanismo de cessão de controlo, de forma a que os destinatários estejam perfeitamente esclarecidos: Cunha Vaz, *A OPA* cit., 262-263; Luís Fragoso, *A OPA Inibitória e a limitação de poderes da sociedade visada*, Verbojurídico (Março de 2005), 30.