

ÍNDICE GERAL

	Págs.
PLANO GERAL.....	5
PRINCIPAIS ABREVIATURAS E SIGLAS UTILIZADAS.....	7
PREFÁCIO	9
<i>Paulo Câmara/Miguel Brito Bastos</i> — O Direito da aquisição de empresas: uma introdução.....	13
<i>António Teles/João Carmona Dias</i> — Garantia na alienação de empresa	65
<i>Nuno Moura Roldão/Ana Guedes Teixeira</i> — O processo de auditoria legal.....	107
<i>Sofia Carreiro</i> — A fusão	127
<i>Paulo Câmara</i> — As ofertas públicas de aquisição.....	157
<i>Pedro Furtado Martins</i> — Efeitos da aquisição de empresas nas relações de trabalho.....	211
<i>Miguel Gorjão-Henriques</i> — A aquisição de empresas no direito da concorrência: Nótulas sobre as concentrações.....	263
<i>Ana Filipa Morais Antunes</i> — A aquisição tendente ao domínio total no direito societário e no direito dos valores mobiliários	313
<i>Rui Simões</i> — A aquisição de empresas insolventes.....	371
<i>Fernando Oliveira e Sá</i> — A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas <i>earn-out</i>	401
<i>Paulo Câmara/Miguel Brito Bastos</i> — A transposição da directiva das fusões e aquisições de instituições financeiras	417
BIBLIOGRAFIA.....	463
APRESENTAÇÃO DOS AUTORES	485

A AQUISIÇÃO TENDENTE AO DOMÍNIO TOTAL NO DIREITO SOCIETÁRIO E NO DIREITO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

ANA FILIPA MORAIS ANTUNES

SUMÁRIO: § 1.º Introdução; § 2.º A aquisição tendente ao domínio total no CSC (artigo 490.º); § 3.º A aquisição tendente ao domínio total no CVM (artigos 194.º a 197.º); § 4.º A aquisição tendente ao domínio total no CSC e no CVM — Confronto de regimes; § 5.º O problema da duvidosa legitimidade da aquisição tendente ao domínio total; § 6.º Conclusões.

§ 1.º INTRODUÇÃO

1. A aquisição tendente ao domínio total configura um importante instrumento no contexto dos processos de aquisição e de concentração de empresas e, em particular, de controlo sobre sociedades ⁽¹⁾. O tema

⁽¹⁾ No direito português, cf. RAÚL VENTURA, *Participações dominantes: Alguns Aspectos do domínio de sociedades por sociedades*, ROA, Ano 39 (Maio-Agosto), Lisboa, 1979, 241-291, em especial, 283 ss.; *Grupos de Sociedades — Uma introdução comparativa a propósito de um Projecto Preliminar de Directiva da C.E.E.*, ROA, Ano 41 (Maio-Agosto), Lisboa, 1981, 305 ss.; *Ofertas Públicas de aquisição e de venda de valores mobiliários*, Sep. da RFDUL, Lisboa, 1992, 43-53; ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas. Direitos Individuais*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, 248-249 e 311-314; BRITO CORREIA, *Grupos de Sociedades*, in «Novas Perspectivas do Direito Comercial», AA. VV., Almedina, Coimbra, 1988, 379-398, em especial, 396-397; e *Direito Comercial*, vol. II, AAFDL, Lisboa, 1989, 474; COUTINHO DE ABREU/ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Grupos de Sociedades. Aquisições tendentes ao domínio total*, Almedina, Coimbra, 2003; ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades. Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2002, em especial, 869-888; *A Aquisição Tendente ao Domínio Total. Da sua constitucionalidade*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001 e O

releva, ainda, ao nível das relações entre maioria e minoria. Na verdade, como se explicitará, a consagração do instituto representa a legitimação do poder maioritário e de mecanismos de saída forçada dos minoritários

Artigo 490.º do CSC e a Lei Fundamental. "Propriedade Corporativa", propriedade privada, igualdade de tratamento, in «Estudos em Comemoração dos 5 anos da F.D.U.P.», n.º especial, Almedina, Coimbra, 2001, 145-276; *O âmbito de aplicação das sociedades coligadas*, in «Estudos em homenagem à Professora Doutora Isabel de Magalhães Collaço», vol. II, Parte III (*Direito Privado*), Almedina, Coimbra, 2002, 95-116; JOÃO LABAREDA, *Das Acções das Sociedades Anónimas*, AAFDL, Lisboa, 1988, 273-279; MARIA DA GRAÇA TRIGO, *Grupos de Sociedades*, O Direito (Sep.), Ano 123.º, I, Lisboa, 1991, 53 ss., em especial, 73 e 76-79; MENEZES CORDEIRO, *Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total* (Artigo 490.º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais), Sep. do BMJ, n.º 480, Lisboa, 1999, 5-30; *Aquisições tendentes ao domínio total: constitucionalidade e efectivação da consignação em depósito* (artigo 490.º/3 e 4 do Código das Sociedades Comerciais, O Direito, Ano 137.º, III, 2005, 449-463; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, vol. IV, Lisboa, 2000, 569-612, em especial, 580-588; PEREIRA COELHO, *Grupos de Sociedades. Anotação preliminar aos arts. 488.º a 508.º do Código das Sociedades Comerciais*, BFDUC, vol. LXIV, 1988, 339-342; PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, 5.ª ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2008, 113, 519-525 e 591-595; PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, 242-246; PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, 885-888. Sobre o instituto cumpre, ainda, referir a dissertação de mestrado de NELSON RAPOSO BERNARDO, apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, em 1997 (texto policopiado), intitulada *A Aquisição do Domínio Total nas Sociedades Comerciais*. Cf., ainda, o nosso estudo, *O instituto da aquisição tendente ao domínio total* (artigo 490.º do CSC): *um exemplo de uma "expropriação legal" dos direitos dos minoritários?*, in "Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais/Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier", vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, 203-253 e, mais recentemente, MARIA MARIANA PEREIRA, *A aquisição tendente ao domínio total. Breves reflexões sobre o artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais*, O Direito, Ano 140.º, IV, 2008, 923-968; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, anotação ao artigo 490.º, in "Código das Sociedades Comerciais Anotado" (coord. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO), Almedina, Coimbra, 2009, 1161-1170. Sobre a aquisição tendente ao domínio total no contexto das sociedades abertas, cf., em especial, HUGO MOREDO SANTOS, *Aquisição tendente ao domínio total de sociedades abertas*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. VII, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, 275-402, e PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, 127-184 (153-184); *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2009, 797-828.

e titulares de participações sociais residuais de uma dada sociedade, contra o pagamento de uma contrapartida adequada ⁽²⁾ ⁽³⁾. O controlo

⁽²⁾ A tutela dos accionistas minoritários, em particular, em caso de operações de reestruturação e de cooperação, é um dos desígnios comunitários, como resulta do Estatuto da Sociedade Europeia, aprovado pelo Regulamento (CE) n.º 2157/2001, do Conselho (Jornal Oficial das Comunidades Europeias L 294, de 10 de Novembro de 2001, 1-21). O regime jurídico aplicável às sociedades anónimas europeias foi, entre nós, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 2/2005, de 4 de Janeiro de 2005. Também a Directiva sobre ofertas públicas de aquisição (Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 — Directiva OPAS —, JO, L. 142, 12-23), reflecte idênticas preocupações em torno da tutela dos interesses dos sócios minoritários, que concilia, no entanto, com a consagração expressa dos institutos da aquisição e alienação potestativas (cf. artigos 15.º e 16.º). Cf., a propósito, MENEZES CORDEIRO, *A 13.ª Directriz do Direito das Sociedades (ofertas públicas de aquisição)*, ROA, Ano 64 (Novembro), 2004, 97-111, em especial, 104-111, e KLAUS HOPT, *A harmonização do regime das ofertas públicas de aquisição (OPAS) na Europa*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, 215-239. Sobre a tutela das minorias, cf., entre nós, MANUEL ANTÓNIO PITA, *A Protecção das Minorias*, in «Novas Perspectivas do direito comercial», AA. VV., Almedina, Coimbra, 1998, 355-373 e, mais recentemente, ARMANDO MANUEL TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas. Direitos de Minoria Qualificada. Abuso de Direito*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004; *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas. Direitos Individuais*, cit., e *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas. Quórum de Constituição e Maiorias Deliberativas (e autonomia estatutária)*, Coimbra Editora, Coimbra, 2005. Na literatura estrangeira, cf., MAURICIO DE ACUTIS, *La tutela degli azionisti di Minoranza nelle società Quotate e non Quotate*, La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata, n.º 5 (Settembre-Ottobre), Anno XVIII, Cedam, Padova, 2002, 488-495; ALESSANDRO CERRAI/ALBERTO MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, Rivista delle Società, Anno 38.º (Gennaio-Aprile), Fascicolo 1.º e 2.º, Giuffrè, Milano, 1993, 1-90; MARIA CONSTANZA, *La tutela dell'azionista non professionista*, La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata, Anno 18, n.º 5 (Settembre-Ottobre), Cedam, Padova, 2003, 502-503; ROBIN HOLLINGTON, *Minority shareholder's rights*, XVIII, Sweet & Maxwell, London, 1990 e ROBERTO SACCHI, *La tutela delle minoranze nelle società bancarie*, Banca Borsa e Titoli di Credito, vol. LII — Nuova serie —, 6 (Novembre-Dicembre), 1999, 689-719. Sobre o tema, cf., ainda, FRANCESCO GALGANO, *Principio di maggioranza*, Enciclopedia del Diritto, XXXV, Giuffrè, Milano, 1986, 547-555.

⁽³⁾ Sobre a pretensa vigência de um princípio de igualdade de tratamento dos accionistas e sobre o respectivo âmbito de aplicação material e temporal, no contexto de uma operação de aquisição de controlo societário, cf. Acórdão do Tribunal de Justiça (Quarta Secção), de 15 de Outubro de 2009 (Processo n.º C-101/08, JO C 116, de 9 de Maio de 2008), que decidiu: *O direito comunitário não contempla um princípio geral de direito por força do qual os accionistas minoritários são protegidos pela obrigação do accionista dominante que adquire ou que exerce o controlo de uma sociedade de lhes propor a aquisição das respectivas acções nas mesmas condições que as oferecidas na aquisição de uma participação que confere ou reforça o controlo do accionista dominante*.

da regularidade do processo, bem como da natureza equitativa ou justa da contrapartida representa, hoje, um dos problemas nucleares do instituto. A aquisição tendente ao domínio total não é desconhecida no contexto de outras experiências jurídicas, nomeadamente, de matriz continental.

No Direito português, a figura tem consagração em dois diplomas: no artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC), em sede de grupos de sociedades; nos artigos 194.º a 197.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM), na secção relativa às ofertas públicas de aquisição⁽⁴⁾. As situações reguladas, respectivamente, no CSC e no CVM, são materialmente diversas, dirigindo-se a hipóteses distintas: o artigo 490.º do CSC insere-se na regulamentação das sociedades coligadas e é aplicável às sociedades fechadas; os artigos 194.º a 197.º do CVM disciplinam os processos de aquisição tendente ao domínio total na sequência de uma oferta pública de aquisição e tendo a sociedade visada a natureza de sociedade aberta.

2. O instituto não representa uma originalidade do Direito português, na medida em que o mesmo encontra paralelo nas principais experiências jurídicas europeias⁽⁵⁾, em matéria de grupos de sociedades (a *Eingliede-*

⁽⁴⁾ A aquisição tendente ao domínio total estava regulada no Projecto do Código das Sociedades Comerciais (adiante designado como Projecto), publicado no BMJ, n.º 327 (Junho de 1983), 1983, 43-339. Para o instituto da aquisição tendente ao domínio total, cf. *ob. cit.*, 321-322.

⁽⁵⁾ Entre nós, as primeiras referências de direito comparado surgem com RAÚL VENTURA, nos seus estudos *Participações Dominantes*, cit., 283 ss.; *Grupos de Sociedades*, cit., 305-313, e *Ofertas públicas*, cit., 43-53. Mais recentemente, cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Grupos de Sociedades*, cit., 872-873 e notas n.ºs 1715-1718, 872-874; *A Aquisição*, cit., 40-62; e *O Artigo 490.º do CSC*, cit., 183-201; MENEZES CORDEIRO, *Da constitucionalidade*, cit., 14-20. Cf., ainda, COUTINHO DE ABREU/SOVERAL MARTINS, *Grupos de Sociedades. Aquisições tendentes ao domínio total*, cit., 57-59; PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, cit., 153-159, e *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 797-803; HUGO MOREDO SANTOS, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 299-302. Para um enquadramento das principais experiências europeias, cf. o estudo elaborado pelo Fórum Europeu sobre o Direito dos grupos de sociedades, *Un droit des groupes de sociétés pour l'Europe*, Revue des Sociétés, n.º 2 (Avril-Juin 1999), Dalloz, Paris, 1999, em especial, 302-308. Analisando os impactos económicos da aquisição das participações sociais minoritárias à luz do direito comunitário, em

rung do Direito alemão⁽⁶⁾ e o Projecto de 9.ª Directiva sobre grupos de sociedades no Direito comunitário⁽⁷⁾, bem como de ofertas públicas de aquisição (a *compulsory acquisition* do Direito inglês⁽⁸⁾, a *offre de retrait*

especial, em face da regulamentação sobre controlo de fusões, cf. ROBIN A. STRUULAART, *Minority Share Acquisitions Below the Control Threshold of the EC Merger Control Regulation: An Economic and Legal Analysis*, World Competition Law and Economics Review, vol. 25, n.º 2 (June 2002), Kluwer Law International, The Hague, 2002, 173-204. Com referência às técnicas de *squeeze-out* nos Direitos inglês e alemão, cf. TOBIAS BRINKMAN, *Protection of Minority Shareholders, Investors and Creditors in Corporate Groups: the Strengths and Weaknesses of German Corporate Group Law*, European Business Law Review, Dordrecht, n.º 1, 2001, 61-80, em especial, 56-57. Propõe uma análise económica em torno dos direitos de *squeeze-out* e de *sell-out*, com referências aos modelos difundidos na Europa, em particular, na Alemanha, no Reino Unido, na França, na Bélgica e na Holanda, cf. CHRISTOPH VAN DER ELST/LIENTJE VAN DEN STEEN, *Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out*, Universiteit Gent Financial Law Institute Working Paper 2006-12 (September 2006), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=933609>.

⁽⁶⁾ Cf. §§ 319 a 327 da Aktiengesetz. A figura tem sido denominada, entre nós, “integração”, “incorporação” e “anexação”. Cf., desenvolvidamente, RAÚL VENTURA, *Grupos de Sociedades*, cit., 305-308. COUTINHO DE ABREU/SOVERAL MARTINS (*Grupos de Sociedades*, cit., nota n.º 79, 59) referem-se, ainda, às inovações introduzidas na regulamentação das ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários e de empresas. Para mais desenvolvimentos, cf. OLAF SCHMIDT, *Il nuovo «Codice» di autoregolamentazione di offerte pubbliche*, Banca, Borsa e Titoli di Credito, Nuova Serie, Anno LIX, XLIX (Julio-Agosto de 1996), Fascicolo IV, Giuffrè, Milano, 1996/5, 41-568; PETER HOMMELHOFF, *Protection of Minority shareholders, Investors and Creditors in Corporate Groups: the Strengths and Weaknesses of German Corporate Group Law*, European business organization law review, vol. 2 (2001), Dordrecht, 2002, 61-80. Em 2002, introduziu-se, na Aktiengesetz, uma específica regulamentação do *squeeze-out right*, nos § 327a — § 327f, embora não se reconheça o simétrico *sell-out right*.

⁽⁷⁾ Sobre o Projecto de 9.ª Directiva Comunitária, cf. RAÚL VENTURA, *Grupos de Sociedades*, cit., 310-315; MENEZES CORDEIRO, *Da Constitucionalidade*, cit., 19; ENGRÁCIA ANTUNES, *O artigo 490.º do CSC*, cit., 197-200.

⁽⁸⁾ A figura tem, consagração no *Companies Act* de 2006, no capítulo III (“*Squeeze-out*” and “*Sell-out*”), nas secções 974 a 991 (cf., em particular, secções 979 a 982, para o *squeeze-out*, e 983 a 985, para o *sell-out*). Sobre a *compulsory acquisition*, cf. JOHN FARRAR, *Company Law*, Butterworths, London, 1987 (reprinted), 508-512; LAWRENCE GOWER, *Gower's Principles of Modern Corporate Law*, fifth edition, Sweet & Maxwell, London, 1992, 732-742; ELISABETH BOROS, *Minority Shareholders' Remedies*, Clarendon Press, Oxford, 1995, 256-316. Cf., ainda, em língua francesa, FRANÇOIS MALAN, *Les offres publiques d'achat (O.P.A.). L'expérience anglaise*, Bibliothèque de

do Direito francês⁽⁹⁾, a *offerta pubblica di acquisto residuale* do Direito italiano⁽¹⁰⁾ e as *compraventas forzosas* do Direito espanhol⁽¹¹⁾.

Droit Privé, sous la direction de Henry Solus, Tome XCVII, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, 1969, 133-165 e 219-229.

⁽⁹⁾ Cf. artigo L. 433-4 da secção 3 (*Offres publiques de retrait et retrait obligatoire*) do *Code Monétaire et Financier*, regulamentado pelos artigos 237-1 a 237-19 do capítulo VII (*Retrait obligatoire*) do *Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers* (Arrêté du 20 août 2010, du 28 août 2010), que veio substituir a regulamentação constante dos artigos 5-6-1 a 5-6-7 do *Règlement Général du Conseil des Marchés Financiers*. Cf., ainda, os artigos L. 228-6-3, L. 233-10 e L. 233-3 do *Code de Commerce*. Na doutrina, cf. THIERRY BONNEAU/LAURENT FAUGÉROLAS, *Les Offres Publiques. OPA, OPE, garantie de cours, retrait...*, Collection Référence Première, Édition Formation Entreprise, Paris, 1999, 242-261; CLAUDE BAI, *Le retrait obligatoire des actionnaires minoritaires des sociétés cotées*, Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, n.º 44 (Juillet-Août), Editions Techniques, 1994, 154-162; DOMINIQUE SCHMIDT, *Réflexions sur le retrait obligatoire*, Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, n.º 76 (Novembre-Décembre), Editions du Juris-Classeur, Paris, 1999, 213-216 e *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Pratique des affaires, Joly, Paris, 1999, 159-172. Para uma análise comparada dos Direitos francês e espanhol, cf. PIERRE ALFREDO, *El precio ofrecido en la oferta de exclusión: Una aproximación comparatista franco-española*, Revista de Derecho Mercantil, n.º 237 (Julio-Septiembre), Madrid, 2000, 1211-1224.

⁽¹⁰⁾ Cf. artigos 108 a 112 (em particular, 111), da secção II (*Offerte publique di acquisto obbligatoire*) do Decreto legislativo de 24 de Fevereiro de 1998, n.º 58 — *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio de 1996, n.º 52*. Sobre a figura, cf. GIANLUCA PERONE, *Nature and Rationale of Freeze-out Under Italian Law on Listed Corporations*, PhD thesis, discutida no dia 2 de Junho de 2005, na Universidade Bocconi em Milão, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=958753>.

⁽¹¹⁾ A figura foi introduzida pela Ley 6/2007, de 12 de abril — que procedeu à transposição da Directiva OPAS — e foi regulamentada pelo Real Decreto 1066/2007, de 27 de julho. Uma das novidades mais emblemáticas consiste no reconhecimento da possibilidade de o oferente obrigar os accionistas minoritários, em determinadas circunstâncias, a vender as respectivas acções da sociedade visada, de forma a viabilizar a aquisição de 100% do capital social por aquele, bem como do direito dos accionistas minoritários de exigirem a compra das respectivas acções junto do accionista maioritário, por um preço equitativo (cf., em particular, artigo 60.º *quarter* da Ley del Mercado de Valores e os artigos 47.º e 48.º do Real Decreto 1066/2007). Sobre o alcance do novo regime jurídico sobre ofertas públicas de aquisição, cf. FERNANDO VIVES RUIZ, *Las operaciones de «public to private» en el derecho de opas español*, Primera edición, Thomson, Civitas, 2008. Antes da positivação da figura no direito espanhol, cf. CÂNDIDO PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el derecho español*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, Año XXII, n.º 91 (Julio-Septiembre), 2003, 7-38. O A. defendia,

Fora do espaço jurídico europeu, é igualmente possível encontrar mecanismos adequados à saída compulsiva dos minoritários das sociedades, em particular, os fenómenos de *squeeze-out* (estratégias desenvolvidas pelos sócios dominantes com vista a reduzir ou eliminar o interesse dos minoritários na manutenção na sociedade) e de *freeze-out* (processos pelos quais os sócios dominantes utilizam o seu poder de controlo para afastar os sócios minoritários da sociedade ou para reduzir a capacidade de influência destes)⁽¹²⁾. Trata-se, pois, de técnicas utilizadas pelos maioritários para “expulsar” os minoritários ou para neutralizar o seu poder de influência que se aproximam, nessa medida, dos mecanismos congéneres difundidos nos Direitos europeus.

3. A aquisição tendente ao domínio total — quer no contexto das sociedades fechadas ao investimento do público, quer no das sociedades abertas — constitui, ainda hoje, um instituto controverso. Na verdade, é possível questionar a legitimidade desta figura que, assente no poder maioritário, tem efeitos ao nível da estrutura societária e determina a saída compulsiva dos sócios com participações sociais minoritárias⁽¹³⁾.

então, que a amortização forçosa se assumia como a estrutura mais segura para veicular o recurso aos *squeeze-outs* no ordenamento jurídico espanhol, *ob. cit.*, 25.

⁽¹²⁾ Na experiência jurídica norte-americana, assume papel estratégico a regulamentação constante do *Delaware Corporate Code* (cf., em particular, § 253 e § 264) e o *case law* entretanto consolidado em torno das práticas de *squeeze-out* e de *freeze-out*. Para mais desenvolvimentos, cf. GUHAN SUBRAMANIAN, *Fixing Freezeouts*, Discussion Paper n.º 501 (12/2004), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=634268>; LAWRENCE A. HAMERMESH/MICHAEL L. WACHTER, *Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts*, Boston College Law Review, vol. 50, 1021-1068 — em defesa do *going concern value standard*, como medida de avaliação do *fair value*. Para uma análise comparativa dos modelos de regulamentação das técnicas de *freeze-out*, na Europa e nos Estados Unidos da América, cf. MARCO VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, Law Working Paper n.º 137/2009 (November 2009), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1505485>. O A. conclui que, na Europa, o procedimento a adoptar é mais complexo do que o vigente nos Estados Unidos da América (tomando por referência a regulamentação de *Delaware*), *Freeze-Outs*, cit., 57.

⁽¹³⁾ A figura já foi apreciada pela Comissão Europeia dos Direitos do Homem, que se pronunciou acerca da conformidade do artigo 9.º da Lei Sueca das Sociedades

A unificação das participações sociais, a concentração do poder societário e a neutralização dos obstáculos e dificuldades associados à presença dos minoritários constituem algumas das principais vantagens do recurso à aquisição tendente ao domínio total ⁽¹⁴⁾. É, no entanto, duvidoso que se possa reduzir a influência minoritária, impondo a alienação, independentemente do consentimento dos titulares, das participações sociais remanescentes em nome de desígnios de concentração societária ⁽¹⁵⁾. Na verdade, poder-se-á reconduzir a aquisição

Anónimas com o artigo 1.º do Protocolo Adicional à Convenção Europeia dos Direitos do Homem (CEDH), em 12 de Outubro de 1982. Referimo-nos ao caso *Lars Bramelid/Anne-Marie Malmstrom vs. Suécia*, em que se discutiu a validade da aquisição forçada pela sociedade adquirente de mais de 90% das acções e de mais de 90% dos direitos de voto de outra sociedade, das acções remanescentes dos accionistas minoritários. A decisão pode ser consultada, na íntegra, em língua francesa (com excepção do sumário, que se encontra em língua portuguesa), em *Documentação e Direito Comparado*, n.º 27/28, 1986, 360-378.

⁽¹⁴⁾ Para a questão da finalidade do instituto, cf. BRITO CORREIA, *Direito Comercial*, vol. II, cit., 474; ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição*, cit., 8 e 19-20; GRAÇA TRIGO, *Grupos de sociedades*, cit., 77 e 79; MENEZES CORDEIRO, *Da constitucionalidade*, cit., 22-25 e 29; PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais*, cit., 480; ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias. Direitos Individuais*, cit., 248-249; COUTINHO DE ABREU/SEVERAL MARTINS, *Grupos de Sociedades*, cit., 64-66.

⁽¹⁵⁾ Sobre o direito à manutenção da posição social (*direito a ser sócio*), cf., entre nós, JOÃO LABAREDA, *Das Acções das Sociedades Anónimas*, cit., 201-210; ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas. Direitos Individuais*, cit., em especial, 239-242; ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição*, cit., 69-70. Para este A., «semelhante direito, a existir, não confere ao seu titular qualquer garantia absoluta de intangibilidade» (sublinhado original do texto), *A Aquisição*, cit., 70. No Direito italiano, cf. ALESSANDRO CERRAI/ALBERTO MAZZONI, *La tutela*, cit., 45 ss. Cf., ainda, o nosso *O instituto da aquisição tendente ao domínio total*, cit., 245-248. Para mais desenvolvimentos sobre a caracterização jurídica da participação social nas sociedades comerciais, cf. FERRER CORREIA, *Lições de Direito Comercial*, vol. II, Universidade de Coimbra, Coimbra, 1968, 84, para quem «direitos corporativos (hoc sensu) são os direitos dos membros da corporação ou pessoa jurídica enquanto tais»; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, cit., vol. IV, 256: «[o] direito social é um direito de participação, e não um direito a uma prestação. Melhor se chamaria um direito corporativo. Traduz um direito a uma prestação na sociedade, que pode ser defendido perante esta e perante terceiros. É um tipo de direito diferente dos clássicos»; RAÚL VENTURA, *Reflexões sobre Direitos dos Sócios*, CJ, Ano IX, T. II, 1984, 7-12 (9); ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição*, cit., 63-82 e *O Artigo 490.º do CSC*, cit., 201-217; PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social*, cit., 367 ss.; PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, cit., 95 ss.; PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, cit., 251 ss. e 351 ss.

tendente ao domínio total ao figurino da expropriação, o que implica equacionar a aplicabilidade, nesta sede, dos limites e constrangimentos normativos inerentes àquela figura, designadamente em face dos princípios constitucionais ⁽¹⁶⁾. Referimo-nos, em especial, à norma do artigo 62.º da Constituição da República Portuguesa (CRP) que reconhece e tutela o direito à propriedade privada ⁽¹⁷⁾. Com efeito, a aquisição tendente ao domínio determina uma transferência, não consentida,

⁽¹⁶⁾ Segundo JOÃO LABAREDA (*Das Acções das Sociedades Anónimas*, cit., 276), está em causa um “verdadeiro acto de expropriação por utilidade particular, sem subordinação às regras gerais que estas regulam”. Rejeita a assimilação da figura à expropriação e defende que a mesma “deve ser entendida como uma opção potestativa de compra (*call option*) ou de venda (*put option*), por preço a determinar”, PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social*, cit., 244-245. Já se defendeu, entre nós, que a norma do 490.º consagra uma *causa legal de exclusão* dos sócios e accionistas minoritários. Neste sentido, cf. BRITO CORREIA, *Direito Comercial*, cit., vol. II, 474 e PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, cit., 129. OLIVEIRA ASCENSÃO aproxima os institutos, considerando que o efeito decorrente da aquisição tendente ao domínio total é semelhante ao da exclusão, *Direito Comercial*, cit., vol. IV, 376. Contra, já se pronunciou COUTINHO DE ABREU (*Curso de Direito Comercial*, vol. II, 3.ª ed., Almedina, Coimbra, nota n.º 476, 432), que defende tratar-se de hipótese diversa da exclusão *proprio sensu*, já que a saída dos minoritários é consequência do exercício do direito potestativo de aquisição pela sociedade dominante, não resultando de uma decisão da sociedade de excluir os sócios. Por outro lado, caracteriza-se por notas diversas: o procedimento dispensa a deliberação dos sócios ou uma decisão judicial; a contrapartida é calculada de forma diferente e pode consistir em objectos diferentes. COUTINHO DE ABREU/SEVERAL MARTINS (*Grupos de Sociedades*, cit., 56), defendem que «[e]ste regime é jurídico-societariamente excepcional e é gravoso para os sócios minoritários». Afastam, porém, a tese da recondução da figura à exclusão de sócios *proprio sensu* (*ob. cit.*, nota n.º 74, 56-57). Rejeita, igualmente, a tese da exclusão do sócio, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 827-828: como se evidencia, no regime da aquisição potestativa, as participações são adquiridas pelo sócio dominante e não pela própria sociedade.

⁽¹⁷⁾ A aquisição tendente ao domínio total constitui, apenas, uma das manifestações da problemática geral da tutela do direito de propriedade. Para uma análise de outros institutos e, em particular, da respectiva conformidade à luz das normas e princípios constitucionais, cf. PEDRO ROMANO MARTINEZ/ANA MARIA TAVEIRA DA FONSECA, *Da constitucionalidade da alienação forçada de imóveis arrendados por incumprimento, por parte do senhorio, do dever de realização de obras*, *O Direito*, Ano 139.º (2007), I, 35-87. Sobre o instituto da aquisição tendente ao domínio total, cf. AA. e *ob. cit.*, 79-84.

da propriedade das participações sociais, detidas pelos sócios da sociedade visada, por efeitos do exercício de um direito potestativo de aquisição.

Em resposta a esta alegação, sempre se poderá invocar o também princípio constitucional da liberdade de iniciativa económica, consagrado no artigo 61.º da CRP, donde decorreria o suporte normativo para a tese da admissibilidade de neutralização dos entraves colocados pelos sócios minoritários em nome do interesse social, do interesse da sociedade e do projecto societário. Contudo, esta via argumentativa apresenta fragilidades. Na verdade, este princípio poderá ser invocado pelos sócios minoritários para justificar a ilegitimidade do instituto da aquisição tendente ao domínio total, pelo facto de configurar uma limitação *praeter legem* da liberdade que lhes assiste de exercerem, também eles, aquela posição social. Por outro lado, poder-se-á questionar se, em face do vislumbrado hipotético conflito de direitos — de idêntica natureza — caberá resolver a referida colisão de direitos em detrimento da posição jurídica dos minoritários. Por último impõe-se esclarecer se este sacrifício será proporcional aos benefícios obtidos, assim como se será adequado e estritamente necessário para a prossecução do projecto societário.

Esta temática tem, igualmente, merecido a atenção dos nossos tribunais, em sucessivas pronúncias sobre a legalidade e a legitimidade da transmissão forçada de participações sociais. A primeira decisão surge com o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 2 de Outubro de 1997, que se orientou no sentido da desconformidade da norma do n.º 3 do artigo 490.º com o texto constitucional⁽¹⁸⁾. Na sequência desta decisão, foi requerida, pelo Senhor Provedor de Justiça⁽¹⁹⁾, a intervenção do Tribunal Constitucional, que viria, atra-

⁽¹⁸⁾ Cf. Acórdão de 2 de Outubro de 1997, Processo n.º 695/96, BMJ, n.º 470 (1997), 619-629. Para uma análise crítica dos fundamentos da decisão, cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição*, cit., 103-143.

⁽¹⁹⁾ Cf. Pedido de declaração de inconstitucionalidade n.º R — 3158/97, em sede de fiscalização abstracta sucessiva (http://www.provedor-jus.pt/ultimas/dec_inconstitucionalidade/1999/DI_3158-97.htm). Cf., ainda, JOSÉ MENERES PIMENTEL, *O Art. 490.º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais será inconstitucional?*, in «Estudos em homenagem a Cunha Rodrigues», vol. II, Coimbra Editora, Coimbra,

vés do Acórdão n.º 491/2002, de 22 de Janeiro de 2003, a pronunciar-se pela não inconstitucionalidade da norma do n.º 3 do artigo 490.º do CSC⁽²⁰⁾.

4. A questão da alegada inconstitucionalidade material do instituto parece estar, hoje, definitivamente, prejudicada. Para o efeito, relevou a pronúncia assertiva do Tribunal Constitucional (reiterada pelo Supremo

2001, 515-526, em que o A. reproduz a posição defendida no requerimento apresentado ao Tribunal Constitucional no exercício de funções como Provedor de Justiça.

⁽²⁰⁾ O Tribunal Constitucional não declarou a inconstitucionalidade da norma do n.º 3 do artigo 490.º do CSC, quer orgânica, quer material, vindo esta sustentada na base da alegada violação do princípio da proporcionalidade, a que o Tribunal acrescentou a análise dos princípios da tutela do direito à propriedade privada, à livre iniciativa económica privada e o princípio da igualdade. Para o efeito, apoiou-se nos seguintes fundamentos: *i)* os direitos patrimoniais caracterizam-se por notas peculiares, na medida em que as participações sociais de que os sócios são titulares existem e justificam-se em face de um ente autónomo e subjectivado: a própria sociedade; *ii)* este direito de propriedade privada sofre, ainda, na sua eficácia e protecção absoluta, limitações decorrentes da circunstância de, nas sociedades de estrutura capitalista e, em especial, nas sociedades anónimas, a organização e funcionamento respectivos serem regidos pelo princípio maioritário, estando, nesta medida, legitimada a maioria accionista para introduzir alterações estatutárias ou deliberar medidas que determinem um agravamento ou mesmo a extinção das posições jurídicas minoritárias; *iii)* existem outros mecanismos e instrumentos similares à aquisição tendente ao domínio total, na perspectiva dos respectivos resultados práticos, e que são validamente admitidos entre nós, enquanto expressão do predomínio do poder da maioria sobre a minoria accionista, tais como, a exclusão de sócios, a amortização, a dissolução total, a fusão, a cisão, a transformação e a celebração de contratos paritários; *iv)* o instituto da aquisição tendente ao domínio total não surge de forma desligada do restante regime jurídico dos grupos de sociedades e, em especial, da disciplina das sociedades em relação de domínio; *v)* os direitos conferidos à maioria não são desproporcionados, uma vez que o legislador consagrou um regime de tutela das posições minoritárias que poderão aceitar “vender” as respectivas participações sociais, rentabilizando, desta forma, o investimento efectuado, ou provocar a aquisição das mesmas pela sociedade dominante, exercendo, para o efeito, a faculdade simétrica à que é conferida à sociedade dominante no n.º 3 do artigo 490.º (cf. n.º 5 do artigo); *vi)* a solução legislativa surge como uma forma de resolução de um conflito ou colisão de direitos entre, de um lado, a sociedade dominante e, de outro, os sócios da sociedade dominada. O Acórdão foi anotado por RUI PINTO DUARTE, *Anotação ao Acórdão do Tribunal Constitucional sobre o artigo 490.º, 2 CSC*, Justiça Constitucional, n.º 1 (Janeiro-Março), 2004, 43-49.

Tribunal de Justiça ⁽²¹⁾, bem como pelos Tribunais das Relações ⁽²²⁾. Pode, pois, concluir-se pela conformidade constitucional da aquisição tendente ao domínio total ⁽²³⁾. Por outro lado, antecipamos, desde já,

⁽²¹⁾ Cf. Acórdãos de 10 de Janeiro de 2003 (CJ, Ano XI, T. II, 2003, 26 ss.) e de 3 de Fevereiro de 2005 (processo n.º 04B4356), in <http://www.dgsi.pt>.

⁽²²⁾ Cf. Acórdão da Relação de Lisboa de 29 de Outubro de 2002, CJ, Ano XXVII, T. IV, 2002, 106-119; *ibidem* in <http://www.dgsi.pt> (processo n.º 7195/2002-7). Já anteriormente, em Acórdão de 3 de Fevereiro de 2000 (processo n.º 0075758, in <http://www.dgsi.pt>), a Relação se havia pronunciado sobre o instituto da aquisição tendente ao domínio total. Discutia-se, então, a aplicação da norma do artigo 491.º do CSC, para efeitos de exigir a responsabilidade prevista no artigo 501.º do CSC à sociedade dominante. Por outro lado, em Acórdão de 6 de Junho de 2002 (CJ, Ano XXVII, T. III, 2002, 92-96), o mesmo Tribunal tomou posição quanto à questão da alegada inconstitucionalidade material das normas dos n.ºs 1 a 4 do artigo 490.º do CSC, decidindo que o instituto da aquisição tendente ao domínio total não violaria, quer o direito à propriedade privada (cf. artigo 62.º CRP), quer o princípio da igualdade (cf. artigo 13.º CRP). A mesma tese foi sustentada pela Relação do Porto, em Acórdão de 20 de Abril de 2004 (processo n.º 0420948), in <http://www.dgsi.pt>. A inconstitucionalidade do instituto foi afastada, recentemente, pelo Acórdão da Relação do Porto de 8 de Janeiro de 2008 (processo n.º 0725170, in <http://www.dgsi.pt>). Por outro lado, o Tribunal da Relação de Lisboa pronunciou-se, por Acórdão de 31 de Janeiro de 2008, sobre a compatibilização de uma oferta de aquisição de participações tendente ao domínio total com uma providência decretada em que se reconheceu ao requerente o direito à sua qualidade de accionista e, por conseguinte, o direito de participar na vida social em todas as suas dimensões (processo n.º 9970/2007-8, in <http://www.dgsi.pt>). Nos termos do sumário da decisão, que aqui se transcreve parcialmente: (...) II. *Decretada providência em que se reconhece ao requerente o direito à sua qualidade de accionista e, por conseguinte, o direito de participar na vida social em todas as suas dimensões, está perfunctoriamente reconhecido (fumus boni juris) a invalidade da oferta de aquisição de participações tendentes ao domínio total (artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais)*. III. *Por isso, o prejuízo que está em causa não é o correspondente ao pagamento das acções do accionista minoritário pois tal pagamento pressupõe o reconhecimento da validade da referida operação (...)*. O mesmo Tribunal foi chamado a pronunciar-se, muito recentemente, sobre o conteúdo e extensão do direito de acção contemplado no n.º 6 do artigo 490.º do CSC, não se suscitando, já, a questão da alegada inconstitucionalidade de nenhum dos preceitos do normativo — cf. Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 12 de Novembro de 2009 (processo n.º 1423/08.2TYLSB-A. L1-8, in <http://www.dgsi.pt>).

⁽²³⁾ No Direito inglês, cf. ELISABETH BOROS, *Minority Shareholder's Remedies*, cit., 263; no Direito francês, criticando a figura, cf. DOMINIQUE SCHMIDT, *Réflexions sur le retrait obligatoire*, cit., 213-216. Cf., ainda, THIERRY BONNEAU/LAURENT FAUGÉROLAS, *Les Offres Publiques*, cit., 258 e 329-332. Para uma análise da compatibilização da figura com o direito

que, em nosso entender, existe fundamento material bastante para o efeito aparentemente “expropriador” operado pelo instituto ⁽²⁴⁾.

constitucional à propriedade privada, no Direito espanhol, concluindo pela respectiva admissibilidade, cf. FERNANDO VIVES RUIZ, *Las operaciones de «public to private»*, cit., 340-341. Para o A., a nova regulamentação sobre compra e venda forçosa conforma-se com os limites à propriedade privada constitucionalmente consagrados, uma vez que esta intervenção se justifica em nome de interesses públicos e pelo facto de estar previsto o dever de oferecer uma compensação adequada pela privação do direito (*ob. cit.*, 340-341). Antes da consagração jurídica das *compraventas forzosas*, concluindo, igualmente, pela conformidade constitucional dos *squeeze-outs* com a garantia constitucional da propriedade, cf. CÂNDIDO PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el derecho español*, cit., 14-15. Para o A., os mecanismos *standard* do *squeeze-out* satisfariam a tripla exigência decorrente do respeito pelo princípio da proporcionalidade, a saber: a) idoneidade; b) exigibilidade e c) proporcionalidade em sentido estrito, na medida em que: i) a função social da propriedade justificaria o sacrifício dos interesses dos minoritários em conservar as participações sociais; ii) o *squeeze-out* seria o meio idóneo e exigido para aquele efeito; e iii) a limitação operada seria proporcional, sempre que fossem assegurados remédios jurídicos, aos minoritários, para reagir a situações de eventual abuso pelos maioritários, e sendo-lhes garantida uma indemnização integral pela perda da posição jurídica (*ob. cit.*, 14-15). CÂNDIDO PAZ-ARES enfatiza, pois, a importância da assimetria existente entre os custos inflingidos aos minoritários (mais reduzidos) e os benefícios (com maior expressão) reconhecidos aos sócios controladores. Para este ponto, cf., em particular, *ob. cit.*, 9-11, onde se fundamenta a “racionalidade económica” da operação. No Direito italiano, para a discussão à luz do artigo 42.º da Constituição Italiana, com um quadro doutrinário e jurisprudencial, cf. GIANLUCA PERRONE, *Nature and Rationale of Freeze-out Under Italian Law on Listed Corporations*, cit., em especial, 12-18 e 21-104, e MARCO VENTORUZZO, *Freeze-Outs*, cit., com referências ao quadro jurisprudencial italiano, nota n.º 179, 60-61.

⁽²⁴⁾ A aquisição tendente ao domínio total não é um instituto com uma estrutura singular, no Direito português. É possível invocar a existência de outros mecanismos, vigentes no Direito societário, que conferem, igualmente, à maioria o poder de, unilateralmente, afectarem a posição social minoritária. São eles: a fusão (artigos 94.º ss. — projecto de fusão elaborado pelo órgão de administração e aprovado por deliberação maioritária — cf. artigo 105.º — direito potestativo de exoneração); a cisão (artigos 118.º ss. — cisão-dissolução — 118.º, n.º 1, alínea b) e 126.º; cisão-fusão — 118.º, n.º 1, alínea c); a transformação (artigos 130.º ss. — cf. direito de exoneração — 137.º — 105.º — 1021.º); a amortização — de quotas e de acções — (artigos 233.º, n.ºs 1 e 2; 347.º, n.ºs 1, 3, 4 e 5); a dissolução (artigos 141.º, n.º1, alínea b)); o contrato de subordinação (artigos 494.º, n.º 1, alíneas a) e b)). Sustentando a validade do instituto, em face dos princípios e normas da Lei Fundamental e do Direito societário, cf. MENEZES CORDEIRO, *Da constitucionalidade*, cit., 13-14 e 20-30; ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição*, cit., em especial, 63-102 e 103-155; e *O Artigo 490.º do CSC*, cit., em especial, 201-233 e 234-276; PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social*, cit., 244-245; PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*,

5. A actualidade do tema e a premência da reflexão sobre o instituto da aquisição tendente ao domínio total é justificada, hoje, pelas dúvidas interpretativas suscitadas pela letra das normas dos artigos 490.º do CSC e dos artigos 194.º a 197.º do CVM, em particular, em matéria de regime da contrapartida. Procurar-se-á esclarecer, sucessivamente, os aspectos centrais dos regimes jurídicos referidos, bem como sistematizar as questões controversas suscitadas pela disciplina da aquisição tendente ao domínio total ⁽²⁵⁾.

§ 2.º A AQUISIÇÃO TENDENTE AO DOMÍNIO TOTAL NO CSC (ARTIGO 490.º)

6. A aquisição tendente ao domínio total está consagrada no artigo 490.º do CSC, na secção I (*Grupos constituídos por domínio*

cit., 887-888. Cf., ainda, o nosso *O instituto da aquisição tendente ao domínio total*, cit., em especial, 241-251. Recentemente, concluindo pela conformidade constitucional e plena legitimidade do instituto, cf. MARIA MARIANA PEREIRA, *A aquisição*, cit., em especial, 958-961 e 964-968; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, anotação ao artigo 490.º, in “Código das Sociedades Comerciais Anotado”, cit., II/4, n.º 10, 1164, que apela à ideia de que o artigo 490.º desempenha uma “função valorativa ajustada”.

⁽²⁵⁾ Fora do presente estudo fica o problema da natureza e âmbito da responsabilidade da sociedade dominante pelo cumprimento das obrigações da sociedade dominada, para o que remetemos para MANUEL JANUÁRIO DA COSTA GOMES, *A sociedade com domínio total como garante. Breves notas*, RDS, I (2009), 4, 865-883; ORLANDO VOGLER GUINÉ, *A responsabilização solidária nas relações de domínio qualificado: Uma primeira noção sobre o seu critério e limites*, ROA, Ano 66 (2006), 295-325 e, mais recentemente, ANA RITA GOMES DE ANDRADE, *A Responsabilidade da Sociedade Totalmente Dominante*, Almedina, Coimbra, 2009. Sobre o tema, cf. Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 19 de Junho de 2008 (processo n.º 260/2007-6, in <http://www.dgsi.pt>): I — *As sociedades mãe respondem por todo o passivo social das filiais, independentemente de este ter resultado ou não do exercício concreto do seu poder de controlo intersocietário: aquela responsabilidade respeita a todas as obrigações sociais, sendo, no dizer de vários autores, independente da respectiva fonte (Rechtsgrund) ou conteúdo (Inhalt). II — Assente que a natureza das obrigações das recorrentes/sociedades dominantes, com domínio total, face às obrigações da dominada, é solidária, é desde logo de ter em consideração o disposto no art. 519.º do C. Civil, do qual deriva que o credor tem o direito de exigir de qualquer dos devedores toda a prestação, ou parte dela, proporcional ou não à quota do interpelado. III — As peculiaridades da responsabilidade das sociedades dominantes, dita por alguns autores “sui generis”, não a descaracteriza como a de coobrigada, para efeitos do estatuto no citado art. 63.º do C.P.E.R.E.F, sendo o disposto nesta norma inteiramente compatível com o regime derivado dos já mencionados artigos 491.º e 504.º do CSC.*

total), do capítulo III (*Sociedades em relação de grupo*), do título VI, dedicado às sociedades coligadas ou grupos de sociedades ⁽²⁶⁾. Está em causa um instituto relevante nas relações inter-societárias, e que se assume como uma das modalidades de grupos constituídos por domínio total, na base de uma situação de domínio qualificado exercido por uma sociedade (*sociedade dominante*) relativamente a outra (*sociedade dependente ou dominada*) ⁽²⁷⁾.

7. O processo de aquisição tendente ao domínio total é faseado. O pressuposto constitutivo da aquisição tendente ao domínio total é enunciado pelo n.º 1 do artigo 490.º, a saber: a *aquisição, pela sociedade dominante* — por si ou conjuntamente com outras sociedades ou pessoas elencadas no n.º 2 do artigo 483.º — *de quotas ou acções cor-*

⁽²⁶⁾ A figura é regulada nos n.ºs 1 a 6 do artigo 490.º do CSC, já que o n.º 7 configura uma norma de remissão para os artigos 194.º a 197.º do CVM, que disciplinam a aquisição tendente ao domínio total de sociedades com o capital aberto ao investimento do público (sociedades abertas, nos termos e para os efeitos do artigo 13.º do CVM). O n.º 7 do artigo 490.º do CSC foi aditado pelo n.º 5 do artigo 13.º do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, que aprovou o CVM — e revogou o Código do Mercado dos Valores Mobiliários de 1991. A CMVM já se pronunciou, por parecer genérico, sobre o alcance da remissão do n.º 7 do artigo 490.º do CSC para o regime da aquisição tendente ao domínio total de sociedades abertas, consagrado no CVM, tendo defendido uma interpretação restritiva, distinguindo, de forma expressa, os âmbitos de aplicação de cada um dos regimes: o constante do CSC destina-se a sociedades fechadas; a regulamentação consagrada no CVM, dirige-se às sociedades abertas (cf. Parecer genérico relativo à perda de qualidade de sociedade aberta na sequência de aquisição tendente ao domínio total, pelo Conselho Directivo da CMVM, de 8 de Março de 2000, Boletim da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, Ano X, n.º 84, p. 4; *ibidem* in http://www.cmvm.pt/estudos_documentos/entendimentos_e_pareceres/perdaqualidade.asp). Sobre o sentido e alcance da remissão do n.º 7 do artigo 490.º do CSC para o CVM, cf. CALVÃO DA SILVA, *Consignação em depósito*, cit., 363-364 e 365. Para o A., a remissão para o CVM justificar-se-á por um propósito de adaptação do regime societário “para reforço da protecção dos sócios minoritários na aquisição potestativa das participações livres pelo sócio dominante”, *ob. cit.*, 364 (itálico original).

⁽²⁷⁾ A aquisição tendente ao domínio total tem sido configurada como instrumento consagrado para “facilitar o domínio total”, cf. PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, cit., 519 e 592.

respondentes, pelo menos, a 90% do capital de outra sociedade (sociedade dependente ou dominada) ⁽²⁸⁾.

A circunstância de a sociedade dominante adquirir, pelo menos, 90% do capital social de outra sociedade, investe-a na titularidade de um direito de aquisição das participações sociais remanescentes dos sócios da sociedade dominada. Está em causa um verdadeiro *direito potestativo* ⁽²⁹⁾, portanto, um poder de, mediante simples manifestação de vontade, produzir, inelutavelmente, efeitos de direito na esfera jurídica de outrem que fica, correspondentemente, num estado de *sujeição*, não podendo impedir aqueles efeitos jurídicos ⁽³⁰⁾. Este direito configura-se como um *direito potestativo extintivo*, uma vez que do respectivo exercício decorrerá o termo da relação de socialidade existente entre um conjunto de pessoas, titulares de participações sociais de uma dada corporação social ⁽³¹⁾. Desta

⁽²⁸⁾ Sobre o âmbito de aplicação do instituto, cf., desenvolvidamente, ENGRÁCIA ANTUNES, *O âmbito de aplicação*, cit., 95-116. Para o A., a aplicação do regime das sociedades coligadas depende de três pressupostos essenciais: um, relativo ao *âmbito formal* (forma dos sujeitos das relações de coligação); outro, relativo ao *âmbito espacial* (sede desses sujeitos); e, por último, um relativo ao *âmbito material* (natureza da relação de coligação), *ob. cit.*, nota n.º 2, 95-96. Cf., ainda, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, vol. IV, cit., 575-577 e 582 e o nosso *O instituto da aquisição tendente ao domínio total*, cit., 213-218. Cf., ainda, MARIA MARIANA PEREIRA, *A aquisição*, cit., 931-935. Recentemente, com uma resenha sobre a origem, teleologia, âmbito de aplicação e análise do regime jurídico consagrado no artigo 490.º, cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, anotação ao artigo 490.º, in “Código das Sociedades Comerciais Anotado”, cit., 1161-1170.

⁽²⁹⁾ Cf., neste sentido, COUTINHO DE ABREU/SOVERAL MARTINS, *Grupos de Sociedades*, cit., 67; ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição*, cit., 26-31 e nota n.º 28, 26; ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas. Direitos Individuais*, cit., 248-249 e 311-313.

⁽³⁰⁾ Sobre o conceito de direito potestativo, cf. CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral do Direito Civil*, vol. II, 4.ª ed., Universidade Católica Editora, Lisboa, 2007, 581; MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4.ª ed. (por António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto), Coimbra Editora, Coimbra, 2005, 183-184. Perspectivando o direito potestativo enquanto direito “a uma modificação jurídica”, cf. HEINRICH HÖRSTER, *A Parte Geral do Código Civil Português/Teoria Geral do Direito Civil*, Almedina, Coimbra, 2003, 244. Sobre o conceito de sujeição, cf. CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral*, cit., vol. II, 641; MOTA PINTO, *Teoria Geral*, cit., 185-186.

⁽³¹⁾ Ao nível jurisprudencial, cf. Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 29 de Outubro de 2002 (processo n.º 7195/2002-7, CJ, Ano XXVII, T. IV, 2002, 106-119; *ibidem* in <http://www.dgsi.pt>) e Acórdão do Tribunal da Relação do Porto, de 20 de Abril de 2004 (processo n.º 0420948, in <http://www.dgsi.pt>).

caracterização decorrem duas consequências importantes: por um lado, a sociedade dominante, não obstante ter adquirido uma participação social igual ou superior a 90% do capital social de outra sociedade, não fica obrigada à aquisição das participações sociais remanescentes; antes, é investida numa posição jurídica activa, portanto, na titularidade de um direito ⁽³²⁾. Por outro lado, a sociedade dependente ou dominada, uma vez exercido o direito potestativo de aquisição das participações sociais remanescentes, não pode obstar à conclusão do processo, já que se encontra um estado de inelutável sujeição ⁽³³⁾.

8. Atingida a fasquia de capital social referida, estão reunidas as condições para que se possa desencadear o procedimento faseado previsto nos n.ºs 2 a 6. Assim, em primeiro lugar, nasce o *dever de comunicação* da situação jurídica, no prazo de 30 dias seguintes à data em que seja atingida aquela participação no capital social ⁽³⁴⁾ ⁽³⁵⁾. Está em

⁽³²⁾ A sociedade dominante, uma vez adquirida a participação social, fica obrigada a comunicar aquela situação jurídica à sociedade dependente, já que está em causa um verdadeiro *dever jurídico de comunicação*, ou seja, a necessidade de adoptar o comportamento exigido. Para o conceito de dever jurídico, cf. CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral*, cit., vol. II, 638; MOTA PINTO, *Teoria Geral*, cit., 185.

⁽³³⁾ Cf. PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social*, cit., 258.

⁽³⁴⁾ Em face da letra da lei (*deve comunicar o facto [à sociedade dominada]*), a comunicação deverá dirigir-se ao órgão de administração da sociedade dominada, não exigindo o legislador que seja igualmente alargada aos sócios e accionistas. No sentido defendido, cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição*, cit., 24-25 e nota n.º 27, 25, que critica a opção legislativa que, em seu entender, traduz “uma grave lacuna do legislador português, que vem acentuar a situação de desprotecção dos sócios minoritários da sociedade participada». Mais recentemente, cf. CALVÃO DA SILVA, *Consignação em depósito*, cit., 366; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, anotação ao artigo 490.º, in “Código das Sociedades Comerciais Anotado”, cit., III/6, n.º 16, 1165. Alertando para a desnecessidade de a comunicação ser efectuada em face dos sócios e accionistas da sociedade dominada, cf. RAÚL VENTURA, *Ofertas Públicas*, cit., 45; *ibidem* in «Estudos Vários», cit., 164. No processo de aquisição tendente ao domínio total apreciado pelo Acórdão da Relação de Lisboa, de 6 de Junho de 2002 (CJ, Ano XXVII, T. III, 2002, 92-96), a sociedade dominante comunicou ao conselho de administração da sociedade dominada.

⁽³⁵⁾ A norma é omissa em matéria de forma da comunicação. RAÚL VENTURA entendia que deveria ser adoptada a forma escrita, por remissão do disposto no n.º 1 do artigo 484.º, em matéria de sociedades em relação de simples participação (*Ofertas*

causa um prazo de caducidade, donde decorre que, na falta de comunicação tempestiva pela sociedade dominante, não caberá admitir qualquer comunicação superveniente, pelo facto de o direito se dever considerar extinto ⁽³⁶⁾.

Em segundo lugar, reconhece-se à sociedade dominante, nos seis meses subsequentes à data da comunicação, a faculdade de fazer uma oferta de aquisição das participações remanescentes dos demais sócios (cf. 1.ª parte do n.º 2 do artigo 490.º do CSC). Para o efeito, deverá a sociedade dominante apresentar uma contrapartida, pecuniária ou em espécie, justificada por relatório elaborado por revisor oficial de contas

públicas, cit., 45; *ibidem* in «Estudos Vários», cit., 64). Também em sede de domínio total superveniente, o legislador exige a comunicação *por escrito* à sociedade dependente (cf. artigo 489.º, n.º 5). A mesma forma é prescrita, na hipótese de coligação por simples participação (cf. artigo 484.º, n.º 1). No sentido da exigência de forma escrita da comunicação aponta, ainda, o disposto no artigo 490.º, n.º 5, ao regular a notificação, a efectuar pelo sócio ou accionista livre, à sociedade dominante, para apresentar a oferta de aquisição. À luz destes três argumentos, concluímos pela necessidade de a comunicação revestir a forma escrita, em desvio ao princípio geral da liberdade de forma, consagrado no Código Civil (C.C.) (cf. artigo 219.º). Com efeito, se é verdade que o legislador nada exige em matéria de comunicação das participações sociais, e pese embora o brocado segundo o qual *ubi lex non distinguit nec nos distinguere debemus (onde a lei não distingue, não deve o intérprete distinguir)*, também é certo que, neste caso, uma interpretação nesse sentido se revelaria iníqua e incoerente no plano da norma do artigo 490.º CSC, bem como em face de outros preceitos consagrados em matéria de sociedades coligadas. Daí que, quanto a nós, seja de exigir a forma escrita para a comunicação a dirigir, pela sociedade dominante, à sociedade dominada. Em defesa da necessidade de adopção da forma escrita, cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição*, cit., 24 e nota n.º 25, 24. Mais recentemente, defendem a exigência de uma comunicação escrita, PAULO CORREIA, *Coligação de sociedades — comunicações e proibições*, *Julgar*, n.º 9 (Setembro-Dezembro), 2009, 147-156 (156), LILIANA DA SILVA SÁ, *A contrapartida patrimonial na aquisição tendente ao domínio total*, *Julgar*, n.º 9 (Setembro-Dezembro), 2009, 157-172 (163-164); ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, anotação ao artigo 490.º, in «Código das Sociedades Comerciais Anotado», cit., III/6, n.º 17, 1165.

⁽³⁶⁾ Esta conclusão tem apoio normativo no artigo 298.º, n.º 2, do C.C. Qualificando o prazo de seis meses enquanto prazo de caducidade, cf. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, cit., 595. Para o A., a comunicação atempada e oportuna da situação jurídica é condição essencial da aquisição potestativa: «decorrido esse prazo sem que tenha sido feita a comunicação, a sociedade dominante perde o direito à aquisição potestativa», *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, cit., 593.

(ROC) independente das sociedades interessadas, e que será depositado no registo e disponibilizado para consulta nas sedes das sociedades envolvidas no processo ⁽³⁷⁾.

9. O legislador impõe, no n.º 2 do artigo 490.º do CSC, a intervenção de um *revisor oficial de contas independente das sociedades interessadas* (dominante e dominada, seja de forma directa ou indirecta) a quem incumbirá avaliar o carácter equitativo da contrapartida oferecida pela sociedade dominante aos sócios e accionistas minoritários da sociedade dominada ⁽³⁸⁾. Esta intervenção obrigatória representa uma forma

⁽³⁷⁾ Para PAIS DE VASCONCELOS, pese embora o silêncio da lei a este respeito, deverá «a fixação do preço ser feita de modo equivalente à do artigo 105.º do Código das Sociedades Comerciais», consistindo a contrapartida no valor que deverá «corresponder à proporção — à quota parte — do sócio, no valor real da sociedade», *A Participação Social*, cit., 245.

⁽³⁸⁾ A exigência de independência do ROC resulta, já, do disposto no artigo 49.º, n.º 1, do Estatuto dos Revisores Oficiais de Contas (aprovado pelo Decreto-Lei n.º 487/99, de 16 de Novembro, na redacção introduzida pelo Decreto-Lei n.º 224/2008, de 20 de Novembro). Semelhante preocupação subjaz à norma do artigo 28.º, n.º 2, do CSC, quanto à avaliação das entradas. Para uma análise desenvolvida deste requisito, cf. COUTINHO DE ABREU/SOVERAL MARTINS, *Grupos de Sociedades*, cit., 13-29. PAULO CÂMARA enfatiza a ausência de critério, no artigo 490.º do CSC, quanto à fixação do preço, o que obriga a ter exigências redobradas de cuidado quanto à independência do auditor, que deverá ser demonstrada, não só em relação à sociedade, como também perante o grupo em que se insere, *Manual*, cit., 805. O A. defende uma interpretação do requisito da independência conforme à Recomendação da Comissão Europeia sobre a independência dos auditores, de 2002 (cf. Recomendação de 16 de Maio de 2002 sobre a independência dos auditores, JO L 191, de 19 de Julho de 2002 A, 2 b) e Anexo 2), cabendo atender, igualmente, à rede de auditores para aplicar o juízo de independência imposto pelo preceito. A independência do ROC já foi objecto de análise jurisprudencial. A Relação de Lisboa, no referido Acórdão de 29 de Outubro de 2002 (CJ, Ano XXVII, T. IV, 2002, 106-119), apreciou uma questão de alegada falta de independência da Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, responsável pela elaboração do relatório que avaliou a contrapartida oferecida pela sociedade dominante aos sócios minoritários (cf. artigo 490.º, n.º 3, do CSC). A Relação explicitou a razão de ser da exigência legal da intervenção do ROC (garantir os interesses dos minoritários, assegurando uma contrapartida justa e tanto quanto possível objectiva) e esclareceu que, em face da letra da lei, o qualificativo «independente» refere-se, não à avaliação efectuada, nem ao relatório apresentado, mas sim à pessoa do ROC ou à sociedade de ROC. Essa questão foi reapreciada pelo STJ que, em Acórdão de 10 de Abril de 2003 (CJ,

de tutela preventiva dos direitos dos sócios e accionistas minoritários, na medida em que visa assegurar uma contrapartida equitativa pela aquisição das participações sociais remanescentes⁽³⁹⁾. Esta imposição justifica-se plenamente em face das funções exercidas pelo ROC, que deve actuar com garantias de isenção e de imparcialidade, sem comprometimento com qualquer uma das sociedades implicadas no processo de aquisição, seja a sociedade dominante ou uma sociedade dependente daquela, seja a sociedade dominada ou uma sociedade que mantenha relações de participação ou de outra natureza consigo. Atenta esta finalidade, cabe proceder a uma interpretação exigente do requisito da independência do ROC, afastando a intervenção daqueles que tenham interesse, não só nas sociedades directamente implicadas no processo de aquisição tendente ao domínio total, bem como noutras sociedades ou pessoas singulares sócias daquelas.

10. Em terceiro lugar, impõe-se à sociedade dominante o dever de declarar, na proposta de aquisição, a sua intenção de adquirir as participações sociais remanescentes⁽⁴⁰⁾.

A oferta de aquisição consubstancia uma verdadeira proposta negocial, que está na génese de um negócio jurídico oneroso, que se aproxima do figurino da compra e venda de participações sociais.

Ano XI, T. II, 2003, 26 ss.), decidiu que a falta de independência da Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, responsável pela elaboração do relatório sobre a contrapartida a oferecer aos minoritários, não ficara demonstrada.

⁽³⁹⁾ Como bem referem COUTINHO DE ABREU e ALEXANDRE SOVERAL MARTINS (*Grupos de Sociedades*, cit., 27-28), a exigência dirige-se, igualmente, à tutela dos interesses dos credores, representando uma garantia de que a contrapartida paga pelas participações sociais será adequada. Já OLIVEIRA ASCENSÃO desvaloriza o protagonismo concedido pelo legislador ao relatório do ROC na regularidade do processo de aquisição: «[é] realmente muito divertida esta tendência de considerar particulares pagos como pessoas com fé pública», *Direito Comercial*, vol. IV, cit., 587.

⁽⁴⁰⁾ Cf., a título de exemplo, a proposta de aquisição das quotas representativas do capital social da TEN — Tráfego e Estiva do Norte, Lda., formulada pela S.P.C. — Serviço Português de Contentores, S.A. (*Diário da República* — III Série, 3.º suplemento, n.º 172, de 27 de Julho de 2000, 16). JOÃO LABAREDA entende que, em homenagem ao princípio da igualdade de tratamento dos accionistas, a declaração deverá ser dirigida «a todos os minoritários», *Das Acções das Sociedades Anónimas*, cit., nota n.º 2, 276.

Contudo, a aceitação não é exigida para a celebração do negócio, uma vez que a transferência da propriedade opera, no caso, por efeitos de um negócio jurídico unilateral, que prescinde de uma conjugação de vontades⁽⁴¹⁾. Na verdade, verificado o pressuposto acima identificado, e sendo dado cumprimento às condições legalmente estabelecidas, a sociedade dominante é investida numa posição jurídica de vantagem, numa situação jurídica activa forte: a titularidade de um direito potestativo, com eficácia extintiva (das participações sociais dos sócios minoritários).

O n.º 3 do artigo 490.º reconhece, pois, à sociedade dominante a faculdade de, de forma inelutável, e independentemente do consentimento dos sócios minoritários, adquirir as participações sociais pertencentes aos *sócios livres da sociedade dependente*. Aqui reside a extravagância deste regime e a sua verdadeira “pedra de toque”: a aquisição das participações sociais, sem necessidade de acordo da contraparte.

A situação jurídica activa reconhecida pelo n.º 3 do artigo 490.º do CSC suporta, em nosso entender, a tese de que é a sociedade dominante quem deve determinar o objecto da contrapartida a oferecer aos sócios e accionistas minoritários⁽⁴²⁾. Justifica-se esta solução em face da dinâmica da norma: é a sociedade dominante que inicia o processo e a ela, na qualidade de oferente, caberá precisar os contornos da operação, sempre em obediência, claro está, dos limites imperativamente fixados pelo legislador.

⁽⁴¹⁾ Cf. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos*, I, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, 2008, 173-174.

⁽⁴²⁾ Neste sentido, cf. RAÚL VENTURA, *Ofertas Públicas*, cit., 46 e 50; *ibidem* in «Estudos Vários», cit., 166 e 170. Embora com reservas, orienta-se no sentido de a faculdade de escolha da contrapartida pertencer à sociedade dominante, ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição*, cit., 34-36; ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas. Direitos Individuais*, cit., nota n.º 515, 313. Recentemente, aderindo à posição exposta, cf. MARIA MARIANA PEREIRA, *A aquisição*, cit., 963 e LILIANA DA SILVA SÁ, *A contrapartida patrimonial*, cit., 167. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, na anotação ao artigo 490.º, in “Código das Sociedades Comerciais Anotado”, cit., III/7, n.ºs 25-26, 1166) defende a possibilidade de conjugação de mais que uma modalidade de contrapartida e questiona o problema da imperatividade de uma oferta em dinheiro, na hipótese de ter sido oferecida uma contrapartida mobiliária.

11. Na revisão do CSC, introduzida pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março ⁽⁴³⁾, eliminou-se, do n.º 3, a exigência de outorgar escritura pública que declarasse a aquisição, pela sociedade dominante, das participações sociais ⁽⁴⁴⁾. Aproveitou-se, igualmente, para precisar, no n.º 3, que o registo da aquisição deverá ser feito por depósito.

Com a supressão da exigência de outorgar a escritura pública, a aquisição pela sociedade dominante da titularidade das participações sociais dos sócios e accionistas minoritários passa a ser automática, *ex lege*, sendo concomitante da declaração constante da proposta.

12. Incumbe, ainda, à sociedade dominante proceder à *consignação em depósito da contrapartida oferecida*, calculada de acordo com os valores mais elevados do relatório previamente elaborado pelo ROC (cf. n.º 4 do artigo 490.º do CSC). O legislador condiciona, assim, a perfeição do processo à prévia consignação em depósito, pela sociedade dominante, da contrapartida. Não esclarece, porém, a forma de consignação em depósito, desenhando-se, nesta matéria, a seguinte alternativa: ou se entende que a intenção legislativa vai no sentido de exigir uma

⁽⁴³⁾ *Diário da República*, I Série-A, n.º 63, de 29 de Março.

⁽⁴⁴⁾ O Projecto consagrava solução diversa no que respeita ao momento em que a sociedade dominante se passava a considerar titular das participações sociais remanescentes. O artigo 481.º, n.º 2, do Projecto distinguia dois processos de transmissão, consoante estivessem em causa quotas (caso em que se exigiria a outorga da escritura pública) ou acções (hipótese em que se dispensava qualquer formalização e se bastava com a apresentação de uma oferta pela sociedade dominante). Assim, nas sociedades por quotas, a aquisição da titularidade das participações sociais remanescentes dependeria de uma intermediação de uma escritura pública, ainda que o legislador formulasse o requisito em termos dispositivos: *pode fazer lavrar escritura pública em que seja declarada a aquisição por ela das quotas pertencentes aos sócios livres*. Estando em causa sociedades anónimas, o momento relevante para efeitos de obtenção da titularidade das participações sociais remanescentes seria a realização da oferta de aquisição (*logo que a oferta for apresentada*). RAÚL VENTURA justificava a opção legislativa da exigência de escritura pública para efeitos de transmissão de acções, com base na ideia de segurança jurídica e de controlo da legalidade da operação (*Ofertas Públicas*, cit., 47). Na versão que vingou no CSC, passou a exigir-se sempre a escritura pública, não distinguindo o legislador em função do tipo societário adoptado (sociedade por quotas ou sociedade por acções).

consignação judicial (em particular, de acordo com o processo previsto no Código de Processo Civil — CPC —, nos artigos 1024.º ss.) ⁽⁴⁵⁾; ou se defende que o preenchimento do requisito se basta com a realização de uma consignação extrajudicial, designadamente feita numa Instituição de Crédito à ordem da sociedade dominante ⁽⁴⁶⁾.

Assistimos a um conflito entre dois valores fundamentais: por um lado, a segurança jurídica, que aconselharia a observância do processo judicial de consignação em depósito, consagrado no CPC, pelo facto de oferecer um acréscimo de garantias para os sócios minoritários; por outro, os desígnios de celeridade processual e o princípio da liberdade de forma, que suportariam a tese da consignação extrajudicial, mais adequada ao espírito que caracteriza este instituto e o próprio Direito societário. Acresce que sempre se poderá argumentar que a observância do processo judicial de consignação em depósito deve ser reservada para as hipóteses de litígio entre as partes, designadamente, havendo riscos sérios de não serem acautelados os direitos do credor.

A questão já foi suscitada ao nível jurisprudencial. O Tribunal da Relação de Lisboa, pelo Acórdão de 6 de Junho de 2002, decidiu no

⁽⁴⁵⁾ De acordo com o regime prescrito, o depósito é feito na Caixa Geral de Depósitos e motivado (cf. artigo 1024.º, n.ºs 1 e 2); o credor é citado para contestar, assistindo-lhe um prazo de 30 dias para apresentar a contestação (cf. artigo 1025.º); consagra-se a possibilidade de impugnação do depósito realizado com fundamento no disposto no artigo 1027.º do CPC. Os argumentos invocados para justificar o recurso ao processo judicial de consignação da contrapartida, consagrado no CPC, são: por um lado, a circunstância de o Réu ser citado judicialmente; e, por outro, a existência de garantias representadas pela intervenção de um órgão judicial, que se caracteriza, como é sabido, pelas notas da imparcialidade e isenção. Para maiores desenvolvimentos sobre o ponto, cf. COUTINHO DE ABREU/SOVERAL MARTINS (*Grupos de Sociedades*, cit., 29-48), para quem a consignação em depósito deverá seguir o processo constante dos artigos 1024.º e ss. do CPC, não sendo aplicável, nesta sede, o n.º 4 do artigo 194.º do CVM, que permite que a consignação possa ser feita junto de Instituição de Crédito. Rejeita que a consignação judicial do depósito tenha que ser feita na Caixa Geral de Depósitos, mas defende que o mesmo tenha lugar “em qualquer outra instituição de crédito devidamente autorizada pelo Banco de Portugal”, CALVÃO DA SILVA, *Consignação em depósito*, cit., 377.

⁽⁴⁶⁾ Em sede de aquisição tendente ao domínio total de sociedades abertas, a consignação em depósito da contrapartida é efectuada *junto de instituição de crédito, à ordem dos titulares das acções remanescentes* (cf. artigo 194.º, n.º 5, do CVM).

sentido da necessidade de a consignação em depósito da contrapartida seguir o processo judicial consagrado no CPC ⁽⁴⁷⁾. Diversamente, declarando a inexigibilidade de consignação judicial da contrapartida, já se pronunciou o mesmo Tribunal, pelo Acórdão de 20 de Abril de 2004 ⁽⁴⁸⁾. A tese da desnecessidade da consignação em depósito da contrapartida foi, entretanto, aclamada pelo Supremo Tribunal de Justiça, em Acórdão de 3 de Fevereiro de 2005 ⁽⁴⁹⁾.

Mais recentemente, o Acórdão da Relação do Porto de 8 de Janeiro de 2008 ⁽⁵⁰⁾ veio confirmar o entendimento da desnecessidade de recurso ao processo judicial de consignação em depósito, nos termos e para os efeitos dos artigos 1024.º ss. do CPC, decidindo que

⁽⁴⁷⁾ CJ, Ano XXVII, T. III, 2002, 92-96.

⁽⁴⁸⁾ Processo n.º 0420948, in <http://www.dgsi.pt>. Esta conclusão impõe-se, segundo a Relação, por força do elemento de interpretação literal — que não distingue a forma da consignação em depósito —; sistemático — o procedimento de aquisição tendente ao domínio total previsto no CVM, para as sociedades abertas (que determina que a consignação em depósito seja efectuada junto de uma instituição de crédito (cf. artigo 194.º, n.º 5, do CVM), é similar ao consagrado no CSC, autorizando-se, por isso, a respectiva aplicação analógica — e, por último, de acordo com o elemento teleológico — a solução contrária não se compatibiliza com o objectivo pretendido pelo legislador, dificultando e atrasando a conclusão do procedimento, com prejuízo para os sócios minoritários que não verão os seus direitos serem acautelados de forma expedita. Decidiu-se, assim, que o processo de consignação deveria efectuar-se extrajudicialmente, sem estar vinculado pelas regras constantes do CPC (artigos 1024.º ss. do CPC, *ex vi*, artigos 841.º ss. do C.C.), sem prejuízo do reconhecimento, aos sócios minoritários, do direito de impugnar judicialmente o valor fixado para a contrapartida. O Tribunal fundamentou-se, designadamente, nas posições defendidas por MENEZES CORDEIRO e ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, em pareceres juntos aos autos. Para este A., a obrigatoriedade de um processo judicial de consignação em depósito revelar-se-ia desajustada aos fins que a norma visa prosseguir. Porém, e na medida em que os sócios minoritários entendam que os seus interesses foram, em concreto, lesados, admite o A. a possibilidade de um processo judicial de impugnação do valor da contrapartida que surgirá, assim, *a posteriori*, como instrumento de repressão, e não como meio preventivo e, necessariamente, como um obstáculo à celeridade e eficiência processuais. A referida decisão foi objecto de uma anotação por CALVÃO DA SILVA, *Consignação em depósito*, cit., que se pronunciou no sentido da validade e eficácia do depósito extrajudicial da contrapartida da aquisição tendente ao domínio total de sociedade fechada ou aberta (371-378).

⁽⁴⁹⁾ Cf. Processo n.º 04B4356, in <http://www.dgsi.pt>.

⁽⁵⁰⁾ Processo n.º 0725170, in <http://www.dgsi.pt>.

aquela “*pode ser realizada por simples depósito a favor do terceiro credor*”. Esta conclusão assentou em dois argumentos essenciais: por um lado, a letra do n.º 4 do artigo 490.º do CSC que, ao não especificar o processo de consignação em depósito, não autoriza uma interpretação restritiva da solução normativa; por outro, a remissão do n.º 7 do preceito para o regime da aquisição tendente ao domínio total de sociedades abertas, regulada no artigo 194.º do CVM, que permite sustentar que o depósito da contrapartida poderá efectuar-se, igualmente, junto de instituição de crédito, na base da aplicabilidade analógica desta norma à figura consagrada no CSC, atenta a identidade material das situações e a omissão de regulamentação expressa desta questão ⁽⁵¹⁾. Apelou-se, ainda, ao argumento teleológico. Precisada a razão de ser da exigência de se proceder à consignação em depósito — garantir que os sócios minoritários virão a receber a contrapartida pela aquisição e alienação forçada das acções —, não se compreendia que se fizesse depender a produção de efeitos desta figura do necessário recurso a um processo judicial, forçosamente moroso, podendo, assim, ficar comprometida a eficácia do instituto, conduzindo ao respectivo bloqueio ⁽⁵²⁾. Por último, como bem evidenciou o Tribunal, subsiste a circunstância de, independentemente do valor da contrapartida apresentado — sempre sujeito à garantia de equidade e ao controlo exercido pelo ROC —, assistir aos sócios minoritários a faculdade de impugnam judicialmente o valor consignado em depósito, bem como a validade do procedimento da aquisição tendente ao domínio total ⁽⁵³⁾.

Em nosso entender, esta é a posição adequada e coerente em face da teleologia do instituto e, em especial, da exigência de consignação em depósito ⁽⁵⁴⁾. A sujeição a um processo judicial de consignação em

⁽⁵¹⁾ Acórdão, cit., 12.

⁽⁵²⁾ Acórdão, cit., 12.

⁽⁵³⁾ Acórdão, cit., 13.

⁽⁵⁴⁾ É a tese sustentada, maioritariamente, na doutrina. ENGRÁCIA ANTUNES, defendendo, embora, que o processo de consignação judicial oferece, em princípio, maiores garantias para os sócios minoritários, acaba por concluir pela ausência, em termos práticos, de uma vantagem comparativa principal dessa forma de processo no plano da protecção dos sócios minoritários, atenta a formulação legal do artigo 490.º

depósito — com as limitações e encargos inerentes a uma demanda judicial — não permite garantir, de forma mais eficiente e cabal, os direitos dos minoritários à compensação devida pela alienação das participações sociais. Deve, por isso, dar-se prevalência a uma solução mais adequada à celeridade processual, sem prejuízo de se reconhecer o direito de recurso e de acção, sempre que haja um fundamento legítimo para obstaculizar ao processo.

13. Os n.ºs 5 a 6 regem para a hipótese de sobrevirem vícios no decurso do processo, seja por falta de realização de oferta de aquisição atempadamente (cf. n.º 5), seja por falta ou insuficiência da oferta (cf. n.º 6).

Tendo presente que o regime consagrado introduz um sacrifício dos direitos dos minoritários em detrimento dos interesses da sociedade dominante, o legislador societário não descurou a tutela da posição jurídica daqueles, consagrando, no n.º 5, um direito de alienação das respectivas participações sociais, mediante contrapartida pecuniária ou em espécie ⁽⁵⁵⁾. Assim, na falta de realização de oferta no prazo legal-

do CSC, *Grupos de Sociedades*, cit., nota n.º 1729, 878-879. No sentido da desnecessidade de uma consignação judicial, cf. MENEZES CORDEIRO, *Aquisições tendentes ao domínio total*, cit., 454 ss., em especial, 459-462; o nosso *O instituto da aquisição tendente ao domínio total*, cit., 229-232. Mais recentemente, cf. MARIA MARIANA PEREIRA, *A aquisição*, cit., 939-940 — que adere à tese da desnecessidade de consignação judicial, mas rejeita a via da aplicação analógica do artigo 194.º do CVM —; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, anotação ao artigo 490.º, in “Código das Sociedades Comerciais Anotado”, cit., III/7, n.º 31, 1167 — que admite a aplicação analógica do artigo 194.º, n.º 5, com a consequente possibilidade de depósito da contrapartida em instituição de crédito, em alternativa ao recurso ao processo especial de consignação em depósito previsto no artigo 1024.º do CPC; LILIANA DA SILVA SÁ, *A contrapartida patrimonial*, cit., 170-171; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, anotação ao artigo 490.º, in “Código das Sociedades Comerciais Anotado”, cit., III/7, n.º 31, 1167; CALVÃO DA SILVA, *Consignação em depósito*, cit., 371-378.

⁽⁵⁵⁾ Esta possibilidade era igualmente admitida pelo artigo 481.º, n.º 3, do Projecto, que reconhecia, em caso de falta de oferta, aos titulares das participações sociais remanescentes, o direito de provocarem a oferta de aquisição dessas participações pela sociedade dominante, mediante notificação por escrito a essa sociedade. Nem no Projecto, nem no CSC, se prevê a possibilidade de, nesta hipótese, a contrapartida ter por objecto *obrigações*, diversamente do que sucede nos números anterior-

mente previsto — isto é, nos seis meses seguintes à data da comunicação efectuada da obtenção da participação social igual ou superior a 90% —, os minoritários poderão provocar a aquisição, pela sociedade dominante, das respectivas participações sociais ⁽⁵⁶⁾. Para o efeito deverão notificar, por escrito, a sociedade dominante, intimando-a a efectuar uma oferta de aquisição no prazo de 30 dias ⁽⁵⁷⁾, mediante contrapartida

res (cf., respectivamente, artigo 481.º, n.º 1, do Projecto, e artigo 490.º, n.ºs 2 e 4, do CSC). cremos, no entanto, que, por força de uma interpretação integrada e apoiada no elemento sistemático, essa possibilidade deverá ser admitida, sob pena de se conduzir a um resultado incoerente em face dos restantes números da norma (a saber, só ser admissível a fixação da contrapartida em obrigações nas hipóteses em que a aquisição decorresse de forma regular e já não nas situações em que a oferta não fosse realizada *atempadamente*). Provavelmente, o actual n.º 5 foi transposto para a versão definitiva do Código em termos literais, tal como consagrado no Projecto, daí a manutenção do lapso.

⁽⁵⁶⁾ O Tribunal da Relação de Évora pronunciou-se, recentemente, através do Acórdão de 15 de Março de 2007 (processo n.º 2806/06-3 in <http://www.dgsi.pt>), sobre a alegada intempestividade do procedimento adoptado pelo então requerente, sustentando que o prazo de trinta dias consagrado no n.º 5 do artigo 490.º deve ser perspectivado como um prazo mínimo, não obstante à possibilidade de fixação, pelos sócios minoritários, de um prazo mais alargado de 40 dias para a apresentação de uma proposta de aquisição pela sociedade dominante, Acórdão, cit., 3. O Tribunal pronunciou-se, ainda, afirmativamente, sobre a possibilidade de um sócio com uma participação minoritária, correspondente a, aproximadamente, 10% do capital social, exigir à sociedade maioritária dominante (com 90% do capital social) uma oferta de aquisição das suas quotas ou acções, mesmo na eventualidade de a referida distribuição do capital social resultar do acto constitutivo da sociedade detida, e não de um evento ulterior.

⁽⁵⁷⁾ O direito potestativo conferido aos sócios de provocar uma oferta de aquisição deve ser qualificado como um direito prescritível, a que será aplicável o regime civil comum, e não o artigo 174.º do CSC, que não contempla esta hipótese: fica, pois, prejudicada a aplicação desta norma especial. CALVÃO DA SILVA defende que “não parece ser de aplicar aqui o prazo máximo de cinco anos, a contar da data da aquisição de pelo menos 90% (artigo 174.º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais)”. *Consignação em depósito*, cit., 367. É, no entanto, outra a posição de ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades*, cit., 881. Recentemente, afasta a aplicabilidade do artigo 174.º, n.º 3, do CSC, por considerar que não se verificam os pressupostos da referida norma, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, anotação ao artigo 490.º, in “Código das Sociedades Comerciais Anotado”, cit., IV/10, n.º 37, 1168. A A. reconhece, no entanto, como limite, de ordem geral, àquela pretensão dos sócios, a proibição do abuso do direito, *ob. cit.*, nota n.º 25, 1168-1169.

em dinheiro ou em espécie. Consagra-se aqui, à semelhança do n.º 3 quanto à oferta de aquisição, um *direito potestativo*, a exercer pelos titulares das participações sociais minoritárias ⁽⁵⁸⁾, dirigido à alienação das respectivas participações sociais ⁽⁵⁹⁾. No essencial, reconhece-se aos sócios minoritários o direito de *sell-out*, impondo à sociedade dominante, que atinja, pelo menos, 90% do capital social da sociedade dominada, a apresentação de uma oferta de aquisição ⁽⁶⁰⁾.

⁽⁵⁸⁾ O artigo 490.º, n.º 6, do CSC refere-se a *sócios livres*, não distinguindo, pois, entre sócios e accionistas livres de acordo com a técnica de redacção adoptada ao longo do artigo — e que resulta igualmente do Projecto, que faz referência a *sócio ou accionista livre*. Apenas por lapsus manifesto não se fará referência, em termos autónomos, à posição dos accionistas, ainda que essa situação sempre esteja abrangida pela expressão *sócio*, entendida em sentido amplo, enquanto titular de uma posição jurídica societária (independentemente do tipo societário de base, sociedade por quotas ou sociedade anónima).

⁽⁵⁹⁾ À luz do artigo 490.º, n.º 5, poder-se-á equacionar se, na hipótese de alienação potestativa, não deverá ser reconhecida aos minoritários — titulares de um verdadeiro direito potestativo de alienação — a faculdade de especificação do objecto da contrapartida. Em nosso entender, sem prejuízo do direito de acção e da faculdade de impugnação judicial da contrapartida por parte dos minoritários, também nesta hipótese, será a sociedade dominante a conformar o objecto da contrapartida (admitindo-se, ainda que sem força vinculativa, o “parecer” pelos minoritários). De resto, a solução contrária não parece coadunar-se com a estrutura da operação, nem com o normativo legal: *i)* o legislador não reconhece aos minoritários um direito de opção quanto ao objecto da contrapartida, no caso previsto no n.º 3 do artigo 490.º do CSC; *ii)* nas hipóteses reguladas no n.º 6, determina-se que o Tribunal fixará uma contrapartida em dinheiro, não se admitindo, também aqui, a ingerência pelos minoritários em matéria de *natureza* ou *objecto* da contrapartida; *iii)* na situação consagrada no n.º 5, os minoritários têm a faculdade de exigir a apresentação de uma *oferta de aquisição das suas quotas ou acções, mediante contrapartida em dinheiro, quotas ou acções da sociedade dominante*, não resultando da letra da lei qualquer suporte para a tese que reenvia, nesta eventualidade, o poder de decisão quanto ao objecto da contrapartida, aos minoritários. Reconhecer aos minoritários a faculdade de eleger o objecto da contrapartida conduziria, em nosso entender, a um desvirtuamento da solução legal: cabe ao oferente especificar e fixar o objecto da contrapartida a apresentar aos minoritários, sendo, para este efeito, irrelevante a circunstância de a iniciativa da oferta provir da sociedade dominante ou dos sócios minoritários. Em sentido contrário, cf. MARIA MARIANA PEREIRA, *A aquisição*, cit., 963.

⁽⁶⁰⁾ O direito (potestativo) conferido aos sócios minoritários de provocar a aquisição das respectivas participações sociais pela sociedade dominante não consubstancia uma faculdade de exoneração do sócio, pelo facto de sobrevirem alterações estruturan-

14. No n.º 6 consagra-se o direito de acção, a exercer pelos sócios minoritários, nas hipóteses de não ser apresentada uma oferta de aquisição ou de esta vir a ser considerada insatisfatória. Nestas duas situações, os sócios minoritários podem requerer ao tribunal que: *(a)* declare as participações sociais detidas por eles como adquiridas pela sociedade dominante desde a proposição da acção; *(b)* fixe o valor da contrapartida em dinheiro; *(c)* condene a sociedade dominante na obrigação de pagamento da contrapartida ⁽⁶¹⁾.

A tutela judicial é, nestas situações, necessária, cabendo ao Tribunal declarar *as acções ou quotas como adquiridas pela sociedade domi-*

tes na sociedade, que legitimariam a “saída” da sociedade, devidamente “remunerada” (isto é, contra o pagamento de uma contrapartida justa), com fundamento na “perda de interesse” na manutenção do estatuto societário. O regime constante da norma do artigo 490.º do CSC tem, em nosso entender, natureza excepcional, pelo que não procederá qualquer tentativa de aplicação analógica de aspectos do regime. ARMANDO TRIUNFANTE analisa a faculdade conferida pela norma na secção relativa à exoneração do accionista. Porém, entende não se tratar de um direito de exoneração em sentido estrito, por não existirem, aqui, algumas das notas caracterizadoras desse instituto, *A Tutela das Minorias. Direitos Individuais*, cit., 312-313. PAIS DE VASCONCELOS aproxima a alienação potestativa de acções da figura da exoneração, *A Participação Social*, cit., 242-246.

⁽⁶¹⁾ Deve, ainda, ser reconhecida aos minoritários a possibilidade de, nos termos gerais, requerer a declaração de nulidade da aquisição efectuada, assim como uma providência cautelar com o efeito de obstar à outorga da escritura pública de aquisição. Em sentido contrário, rejeita a possibilidade de lançar mão de um procedimento cautelar, CALVÃO DA SILVA, *Consignação em depósito*, cit., 377. O Tribunal da Relação de Lisboa, em Acórdão de 29 de Outubro de 2002 (CJ, Ano XXVII, T. IV, 2002, 106-119), já se pronunciou sobre o alcance do direito de acção dos minoritários nas hipóteses não compreendidas no artigo 490.º, n.º 6, do CSC, reconhecendo-lhes a faculdade de impugnação judicial do valor da contrapartida fixado no relatório do ROC e das ilegalidades praticadas na pendência do processo. Para a Relação, deverá ser reconhecido aos sócios minoritários o direito de acção também nos casos em que a oferta da contrapartida seja efectuada voluntariamente pela sociedade dominante. Para o Tribunal, esse direito de impugnação judicial seguirá o processo especial, consagrado no CPC, nos artigos 1498.º e 1499.º do CPC. No Direito inglês, o *Companies Act* de 2006 consagra, de forma expressa, em complemento à previsão do *sell-out right* pelos sócios minoritários, o direito de acção (cf. secção 986). No Direito alemão, consagra-se, igualmente, a possibilidade de recurso ao tribunal, a requerimento dos accionistas excluídos da sociedade, no caso de a contrapartida oferecida ser inadequada ou ocorrendo vício no processo de aquisição. Na recente regulamentação das *compraventas forzosas*, no Direito espanhol, nada se prevê em matéria de direito de acção.

nante desde a proposição da acção ⁽⁶²⁾. A aquisição das participações sociais remanescentes alicerça-se, assim, num acto judicial, pressupondo uma sentença constitutiva e com efeitos retroactivos, pelo que a sociedade dominante será investida na titularidade das participações sociais desde a data de proposição da acção (n.º 6) ⁽⁶³⁾. Compreende-se a solução normativa, que elege como momento de referência o da proposição da acção, e não aquele em que a sentença é proferida, não onerando, assim, a sociedade dominante com os eventuais atrasos do processo.

Nas hipóteses previstas no n.º 6 do artigo 490.º do CSC, o valor de referência será fixado pelo Tribunal, em dinheiro, não se reconhecendo, em face da letra da lei, a possibilidade de estipulação de uma contrapartida em espécie. Qual a razão de ser desta solução legislativa?

⁽⁶²⁾ Para JOÃO LABAREDA, a intervenção do ROC dirige-se ao apuramento do *valor real* das participações sociais: esse será o valor mínimo a pagar pela sociedade dominante aos minoritários, pelo que estes terão o direito de acção para contestar o valor fixado no relatório (*maxime*, no caso de a sociedade fazer a oferta por valor inferior ao real, ainda que com respeito pelo relatório do ROC) e obter do adquirente a diferença que se apurar — neste caso, o ónus da prova de uma divergência entre o valor oferecido e fixado no relatório e o valor real, incumbirá ao minoritário, *Das Acções das Sociedades Anónimas*, cit., nota n.º 1, 276, e nota n.º 1, 278. Pronunciando-se sobre o direito de acção consagrado no artigo 490.º, n.º 6 defende PEREIRA DE ALMEIDA estar em causa “uma espécie de acção de *execução específica* em que a sentença se substitui à declaração de vontade em falta”, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, cit., 595.

⁽⁶³⁾ Recentemente, o Tribunal da Relação de Lisboa decidiu, em Acórdão de 12 de Novembro de 2009 (processo n.º 1423/08.2TYLSB-A.L1-8), in <http://www.dgsi.pt>, que, na eventualidade de o sócio minoritário considerar a oferta da sociedade dominante *insatisfatória*, nos termos previstos no artigo 490.º, n.º 6, do CSC: (...) 3. *Nestas circunstâncias, a acção a propor consiste no processo especial de liquidação de participações sociais previsto nos arts. 1498.º e 1499.º do CPC.* 4. *Resultando dos presentes autos que o A. veio exercer um direito social relativo à aquisição das suas quotas ou acções, decorre da Lei de Organização e Funcionamento dos Tribunais Judiciais que a competência para preparar e julgar as acções relativas ao exercício de direitos sociais cabe, in casu, ao Tribunal de Comércio de Lisboa.* No caso, o fundamento para a impugnação judicial da contrapartida era, entre outros, a circunstância de aquela não ter correspondência com o valor nominal das acções. O referido Acórdão foi objecto de uma anotação por MENEZES CORDEIRO, *Domínio total — aquisição potestativa/Anotação ao Acórdão da Relação de Lisboa de 12 de Novembro de 2009 (6.ª Secção)*, *Processo n.º 1423/08.2TYLSB-A.L1-8*, RDS, Ano I (2009), n.º 4, 1041-1052 (1052).

A opção por uma contrapartida exclusivamente em numerário justifica-se, em nosso entender, pelo facto de o referido n.º 6 regular situações de aquisição de participações sociais minoritárias patológicas, que serão decretadas pelo Tribunal. Acresce que, estando aberta a via litigiosa, estará aqui em causa uma solução de prevenção de eventuais futuros conflitos entre accionistas. Por outro lado, a fixação da contrapartida em dinheiro é a via que está mais ao alcance da decisão jurisdicional, já que pode revelar-se difícil a determinação do respectivo objecto em participações sociais.

15. O legislador, como adiantado, reconhece aos minoritários o direito de acção, na hipótese de a contrapartida vir a ser *considerada insatisfatória* (cf. n.º 6 do artigo 490.º). Subsiste, assim, a dúvida de saber se a correspondente acção poderá ter por fundamento a discordância, por parte dos minoritários, quanto ao *objecto* ou *qualidade* da contrapartida. A admitir-se esta possibilidade, poder-se-ia individualizar como causa de pedir o facto de a sociedade dominante ter oferecido uma contrapartida em espécie, pretendendo os minoritários recebê-la em dinheiro e, bem assim, a hipótese contrária, isto é, de ter sido oferecida uma contrapartida em dinheiro, querendo os minoritários recebê-la em espécie (casos de contrapartida *qualitativamente insatisfatória*).

A resposta a esta questão não deve ser desligada do problema relativo à prerrogativa de determinação do objecto da contrapartida ⁽⁶⁴⁾. Nesta medida, deverá ser vedado o recurso ao Tribunal para efeitos de contestar a *natureza* da contrapartida oferecida, já que esta poderá consistir em dinheiro ou em espécie, consoante o que for determinado pela sociedade dominante. Limitam-se, assim, as possibilidades de litígio em torno da contrapartida oferecida, reservando a intervenção jurisdic-

⁽⁶⁴⁾ Para RAÚL VENTURA, assistindo à sociedade dominante o direito de decidir sobre o objecto da contrapartida (dinheiro, acções, obrigações, quotas), não se deveria admitir, como solução de princípio, o direito de acção dos minoritários quando estes discordassem do género de contrapartida fixado. Só em situações limite, nomeadamente tendo sido designado, como objecto da contrapartida, acções, obrigações ou quotas com características prejudiciais para o accionista minoritário, é que se deveria admitir esta via (*Ofertas Públicas*, cit., 50; *ibidem* in «Estudos Vários», cit., 170).

cional para os casos de *desconformidade objectiva* da contrapartida oferecida (e justificada pelo ROC) em face do valor real dos títulos detidos (hipótese de contrapartida *quantitativamente insatisfatória*)⁽⁶⁵⁾. Será, pois, este o fundamento do direito de acção, alicerçado na circunstância de a contrapartida oferecida vir a ser *considerada insatisfatória*⁽⁶⁶⁾. Parece-nos, ainda, que o ónus da prova da natureza insatisfatória da contrapartida oferecida deve recair sobre os sócios e accionistas minoritários⁽⁶⁷⁾.

16. A argumentação exposta permite afastar, igualmente, a tese da obrigatoriedade de apresentação de uma alternativa pecuniária, pela sociedade dominante, nos casos em que seja oferecida uma contrapartida em espécie. Esta conclusão seria suportada por uma interpretação sistemática, assente no CVM, até à alteração introduzida em 2006, pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que transpôs, para o ordenamento jurídico português, a Directiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, relativa às ofertas públicas de aquisição (Directiva OPAS)⁽⁶⁸⁾. Este diploma contém, como referido, uma regulamenta-

⁽⁶⁵⁾ Cf. o nosso *O instituto da aquisição tendente ao domínio total*, cit., 226-228. Perfilhando esta interpretação, cf., recentemente, MARIA MARIANA PEREIRA, *A aquisição*, cit., 463-464. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA defende que, na hipótese de ter sido oferecida contrapartida mobiliária (cumulativamente com contrapartida pecuniária), e na eventualidade de o sócio questionar o montante respectivo, não deve o tribunal alterar a contrapartida, convolvando-a exclusivamente em dinheiro (Anotação ao artigo 490.º, in "Código das Sociedades Comerciais Anotado", cit., IV/13, n.º 44, 1169).

⁽⁶⁶⁾ A aquisição tendente ao domínio total pode ser um terreno propício a eventuais abusos de minoria, na modalidade de abuso de impugnação judicial, nas hipóteses em que o direito de acção seja instrumentalizado como forma de pressionar a sociedade dominante a adquirir as participações sociais detidas pelos minoritários por um preço mais vantajoso. Sobre o abuso de minoria, cf. COUTINHO DE ABREU, *Abusos de Minoria*, in «Problemas do direito das sociedades». AA. VV., Almedina, Coimbra, 2002, 65-70, ARMANDO MANUEL TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias das Sociedades Anónimas. Direitos de Minoria Qualificada. Abuso de Direito*, cit., 403-450, e MARTINE BOIZARD, *L'Abus de Minorité*, Revue des Sociétés, Année 106, n.º 3 (Juill./Sept.), 1998, 365-380. Cf., ainda, ALDO FERRARI, *L'abuso del diritto nelle società*, Ccdam, Padova, 1998, 125-152.

⁽⁶⁷⁾ Cf., neste sentido, ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição*, cit., nota n.º 50, 37.

⁽⁶⁸⁾ Antes da versão definitiva da Directiva OPAS, cf. a reflexão de MIKE BURKART/AUSTO PANUNZI sobre os direitos de *squeeze-out* e de *sell-out* previstos no

ção particular do instituto da aquisição tendente ao domínio total para as sociedades abertas e determina, quanto à fixação da contrapartida devida, a aplicação da norma do artigo 188.º do CVM, em sede de oferta pública de aquisição obrigatória. O artigo 188.º estabelece os critérios a que deverá obedecer o cálculo da contrapartida, designadamente o montante mínimo da mesma (n.º 1), prevendo duas situações em que aquela será fixada por auditor independente designado pela CMVM (n.º 2). A redacção originária do n.º 3 do artigo 188.º determinava, ainda, a apresentação de uma alternativa monetária, sempre que *a contrapartida consistisse em valores mobiliários*⁽⁶⁹⁾. Contudo, com a alteração introduzida em Novembro de 2006, o CVM deixou de impor, em geral, aquele dever de apresentação de uma alternativa pecuniária, na hipótese de a contrapartida ser oferecida em espécie⁽⁷⁰⁾. O legislador autoriza a apresentação de uma contrapartida em dinheiro ou em espécie e prevê, no n.º 3, duas hipóteses em que se deve presumir que a contrapartida não é equitativa. Acresce que, por força da referida alteração legislativa de 2 de Novembro de 2006, a contrapartida oferecida no processo de aquisição tendente ao domínio total passou a ter por objecto, exclusivamente, dinheiro (cf. n.º 1 do artigo 194.º do CVM).

Ora, a nova redacção da norma não pode deixar de ser ponderada na determinação do sentido e alcance do regime da contrapartida previsto no CSC. Deixou, pois, de existir suporte sistemático para a defesa

draft da Directiva (de Outubro de 2002), *Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, Working Paper n.º 10/2003 (June 2003), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=420940>.

⁽⁶⁹⁾ 3 — *Se a contrapartida consistir em valores mobiliários, deve o oferente indicar alternativa em dinheiro de valor equivalente.*

⁽⁷⁰⁾ A Directiva OPAS, embora admitindo a validade da contrapartida em espécie ou em numerário, remete para os Estados-membros a decisão de se impor, ao oferente, a apresentação de uma alternativa em numerário. O CVM obriga à apresentação de uma contrapartida em dinheiro na situação prevista na parte final do n.º 5 do artigo 188.º, isto é, na hipótese de, consistindo a contrapartida em valores mobiliários, o oferente e pessoas que com ele estejam em alguma das situações do n.º 1 do artigo 20.º, terem adquirido quaisquer acções representativas do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro, nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta.

da tese da obrigatoriedade de apresentação de uma alternativa em dinheiro ⁽⁷¹⁾.

17. Uma última nota para reiterar que, pese embora a ausência de consagração, em termos expressos, da possibilidade de impugnação judicial da contrapartida oferecida no caso previsto no n.º 3 do artigo 490.º, daí não resulta que os sócios e accionistas minoritários só poderão lançar mão da via judicial com fundamento na falta de oferta pela sociedade dominante ou no carácter insatisfatório da contrapartida oferecida (n.º 6 do artigo 490.º) ⁽⁷²⁾. Como já tivemos oportunidade de defender ⁽⁷³⁾, deve ser reconhecido aos minoritários, havendo fundamento para tal, o direito de reagirem judicialmente aos vícios e/ou insuficiências do processo de aquisição tendente ao domínio total desencadeado por iniciativa da sociedade dominante. Está em causa uma faculdade que, em todo o caso, sempre caberá autorizar nos termos gerais de Direito. No que respeita à natureza da fiscalização que os tribunais serão admitidos a efectuar, nesta matéria, rejeitamos a suscepti-

⁽⁷¹⁾ Mesmo antes da alteração legislativa, já defendêramos não ser possível, nem adequado, em face do Direito constituído, aplicar, directa ou analogicamente, a solução contida no CVM, *O instituto da aquisição tendente ao domínio total*, cit., 223-226. Sobre o tema, cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição*, cit., nota n.º 48, 35; ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias nas Sociedades. Direitos Individuais*, cit., 313-314; PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, cit., 481.

⁽⁷²⁾ Parece ser esta a solução defendida por RAÚL VENTURA que, embora afirmando que a aquisição das acções se processaria sem a interferência do tribunal, admitia uma intervenção judicial, a requerimento dos accionistas discordantes e que assumiria os contornos de: i) uma acção declarativa negativa quanto aos pressupostos de aquisição; ii) uma providência cautelar para obstar a outorga da escritura pública de aquisição; iii) uma acção de declaração de nulidade da escritura pública depois de outorgada, *Ofertas Públicas*, cit., 47-48; *ibidem* in «Estudos Vários», cit., 167. Defendendo o reconhecimento de idêntico direito de acção na hipótese consagrada no n.º 3 do artigo 490.º do CSC, cf. OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, vol. IV, cit., 587; JOÃO LABAREDA, *Das Acções*, cit., nota n.º 1, 276; PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, cit., 594; ENGRÁCIA ANTUNES, *A Aquisição*, cit., 36. Para ENGRÁCIA ANTUNES, aquela conclusão impõe-se pela necessidade de tutela dos sócios minoritários, por um argumento de identidade de razão e ainda por analogia com o disposto no n.º 1 do artigo 497.º do CSC. Justificando a ausência de consagração expressa do direito de acção com a exigência de se proceder à consignação judicial da contrapartida, cf. COUTINHO DE ABREU/SOVERAL MARTINS, *Grupos de Sociedades*, cit., 79.

⁽⁷³⁾ *O instituto da aquisição tendente ao domínio total*, cit., 236-237.

bilidade de, em geral, se proceder a um controlo do mérito da decisão de aquisição tendente ao domínio total, devendo a intervenção circunscrever-se à averiguação da legalidade do processo ⁽⁷⁴⁾.

§ 3.º A AQUISIÇÃO TENDEnte AO DOMÍNIO TOTAL NO CVM (ARTIGOS 194.º A 197.º)

18. A aquisição tendente ao domínio total está regulada, no CVM, nos artigos 194.º a 197.º, da secção III (*Aquisição tendente ao domínio total*), do Capítulo III (*Ofertas públicas de aquisição*), do Título III

⁽⁷⁴⁾ Cf. o nosso *O instituto da aquisição tendente ao domínio total*, cit., 238-239. Equacionam a hipótese de *abuso de direito*, por abuso de posição maioritária, no decurso de um processo de aquisição tendente ao domínio total, por violação do *dever de lealdade dos sócios*, COUTINHO DE ABREU/SOVERAL MARTINS, *Grupos de sociedades*, cit., 61-62 e, para mais desenvolvimentos, 48-77. Autonomizando, entre os deveres dos sócios, o dever de lealdade, cf., ainda, COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, cit., vol. II, 303-313; MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, vol. I, Almedina, Coimbra, 2004, 186; PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, cit., 120. Contesta a existência de semelhante dever a cargo dos sócios das sociedades comerciais, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, cit., vol. IV, 310-311. Já antes da consagração no Direito espanhol das *compraventas forzosas*, CÂNDIDO PAZ-ARES alertava para a circunstância de o *squeeze-out* ser uma transacção de alto risco do ponto de vista jurídico-material, sendo apta ou idónea a utilizações disfuncionais, com fins ilegítimos ou directamente fraudulentos, alicerçadas na violação do princípio da prossecução do interesse social, dos deveres de diligência e de lealdade dos administradores e da proibição de abuso de maioria (*Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el derecho español*, cit., 27-28). O A. aconselhava, então, prudência no recurso a essa operação, com respeito pelo imperativo de transparência e com garantias de um *fair dealing* e de um *fair price*, *ob. cit.*, 28. CÂNDIDO PAZ-ARES defendia, ainda, a necessidade de fundamentação ou de justificação da operação à luz do interesse social, de forma a evitar que a mesma se alicerçasse num mero capricho do sócio de controlo *ob. cit.*, 28-29). Esta preocupação não desviou, no entanto, o A. da defesa de uma presunção de compatibilidade da operação com o interesse social quando resultassem afectadas participações sociais correspondentes a entre 5% a 10% do capital social (*ob. cit.*, 29). Sobre o recurso ao bloqueio facultativo de valores mobiliários como forma de paralisação da aquisição potestativa ao abrigo do artigo 490.º do CSC, cf. JOSÉ PEDRO FAZENDA MARTINS, *Bloqueio de valores mobiliários e aquisição potestativa ao abrigo do art. 490.º do Código das Sociedades Comerciais/Anotação à Sentença do Tribunal Cível do Comarca de Lisboa (7.º Juízo)*, CMVM, n.º 6 (1999), 241-256 (253-256).

(*Ofertas públicas*), para as sociedades com o capital aberto ao investimento do público ⁽⁷⁵⁾.

Reconhece-se, no âmbito das sociedades abertas e em estreita conexão com as ofertas públicas de aquisição, o direito de *buy-out* (cf. artigos 194.º a 195.º do CVM), bem como o direito de *sell-out* (cf. artigo 196.º do CVM) ⁽⁷⁶⁾.

O pressuposto constitutivo do direito de aquisição das participações sociais remanescentes é a obtenção — directamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º —, na sequência do lançamento de uma oferta pública de aquisição geral em que seja visada sociedade aberta que tenha como lei pessoal a lei portuguesa, de, pelo menos, 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social até ao apuramento dos resultados da oferta e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.

Exige-se, assim, como condição de aplicação da referida norma: *em primeiro lugar*, o facto de a sociedade visada ser uma sociedade aberta; *em segundo lugar*, a circunstância de a sociedade visada ter como lei pessoal a lei portuguesa; *em terceiro lugar*, o lançamento de uma oferta pública de aquisição dirigida à generalidade dos accionistas

⁽⁷⁵⁾ Está em causa uma solução especial, privativa das sociedades abertas, em face do regime comum, consagrado no artigo 490.º do CSC, para as sociedades fechadas ao investimento do público. Para a noção legal do conceito de sociedade aberta, cf. artigo 13.º do CVM. Sobre o conceito e caracterização da sociedade aberta, cf. PAULA COSTA E SILVA, *Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, 325-342; PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades abertas*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, 9-49. Cf., ainda, MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, cit., vol. II, 591-597, e PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 791-797 e 814 (no que respeita à aquisição potestativa). Enfatiza o atractivo do *going private*, atento o cenário financeiro de crise iniciado em 2008, MARCO VENTORUZZO, *Freeze-Outs*, cit., 5.

⁽⁷⁶⁾ Entre nós, cf. PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, cit., 127-184, e *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 707-828 (em especial, 809-821); HUGO MOREDO SANTOS, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 275-402; CALVÃO DA SILVA, *Consignação em depósito*, cit., 364-365; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, anotação ao artigo 490.º, in “Código das Sociedades Comerciais Anotado”, cit., V/15, n.º 47, 1170. Sobre a figura, cf., ainda, ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades*, cit., 887-888.

da sociedade visada (*oferta pública de aquisição geral*) e que tenha por objecto a totalidade das acções (*oferta pública de aquisição universal*); *em quarto lugar*, a aquisição pelo oferente — directamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º — de, pelo menos, 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada até ao apuramento dos resultados da oferta e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta ⁽⁷⁷⁾.

Reunidos os referidos pressupostos cumulativos, reconhece-se à sociedade oferente a faculdade de, num lapso de tempo limitado — *nos três meses subsequentes* ⁽⁷⁸⁾ —, adquirir as acções remanescentes, mediante contrapartida justa, necessariamente de natureza pecuniária, a calcular nos termos do artigo 188.º, que rege em matéria de oferta de aquisição obrigatória ⁽⁷⁹⁾.

⁽⁷⁷⁾ No Direito espanhol, as condições das *compraventas forzosas* estão previstas no artículo 47 do Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio (em execução do artículo 60.º da Ley 6/2007, de 12 de abril). Exige-se: *i*) o lançamento de uma oferta voluntária ou obrigatória sobre a totalidade dos valores mobiliários com direito de voto de uma sociedade visada; e *ii*) a aquisição na sequência da oferta, oferente ou pelas pessoas com ele concertadas, de, pelo menos 90% do capital com direito de voto; *iii*) a aceitação da oferta pública por titulares de valores mobiliários representativos de, pelo menos, 90% dos direitos de voto.

⁽⁷⁸⁾ O CVM previa, inicialmente, um prazo de seis meses para a aquisição das acções remanescentes. O prazo viria a ser reduzido para metade, por força do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que transpôs para o Direito Português a Directiva OPAS. Também na Directiva OPAS se prevê, no n.º 4 do artigo 15.º, que o direito de aquisição potestativa deve ser exercido no prazo de três meses a contar do apuramento dos resultados da oferta antecedente. Parece dever concluir-se que o prazo legal é um prazo de caducidade, nos termos do n.º 2 do artigo 298.º e dos artigos 328.º a 333.º do C.C. Neste sentido, cf. HUGO MOREDO SANTOS, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 394 e PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, cit., 522. Qualifica o prazo de três meses como prazo de caducidade, PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, cit., 522. Em obediência ao que resulta da Directiva OPAS, o legislador espanhol previu prazos de três meses para exigir a venda ou a compra forçadas (cf. n.º 1 do artículo 48 do Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio).

⁽⁷⁹⁾ O artigo 188.º rege em matéria de oferta pública de aquisição obrigatória, prevista nos artigos 187.º a 193.º do CVM. Sobre a OPA obrigatória, cf. PAULO CÂMARA, *O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, 203-284; CALVÃO DA SILVA, *Suspensão do dever de lançamento de opa*, in “Estudos Jurídicos [Pareceres]”, Almedina, Coimbra, 2001, 9-38.

Consagra-se, pois, o *direito de aquisição potestativa* (direito de *buy-out*)⁽⁸⁰⁾.

O cálculo da contrapartida obedece, por força da remissão operada pelo artigo 194.º do CVM, aos critérios fixados no n.º 1 do artigo 188.º do mesmo diploma e aplicáveis à determinação da contrapartida mínima⁽⁸¹⁾. São eles: *i*) o mais elevado preço pago nos últimos seis meses⁽⁸²⁾ pelo oferente ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º (*best price rule*)⁽⁸³⁾; *ii*) o preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período. Na insuficiência de um dos dois critérios referidos, bem como na eventualidade de a CMVM entender que a contrapartida, em dinheiro ou em valores mobiliários, assim determinada, não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa, por ser insuficiente ou excessiva, determina, então, o n.º 2 do artigo 188.º, o recurso a um *auditor indepen-*

⁽⁸⁰⁾ O regime das aquisições e alienações potestativas constante do CVM foi objecto de alteração decisiva, em 2006, pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que visou harmonizar o enquadramento legal vigente com os desígnios comunitários, em especial, em matéria de prazos para o lançamento da oferta e de presunção de justiça da contrapartida. Em conformidade, foi alterado o n.º 1 do artigo 194.º e aditado um novo n.º 2 ao artigo 194.º e alterado o n.º 4 do artigo 195.º; o n.º 1 e a alínea b) do n.º 2 do artigo 196.º do CVM.

⁽⁸¹⁾ Para HUGO MOREDO SANTOS, o sentido da remissão referida é o da “promoção da igualdade de tratamento, evitando que o accionista maioritário possa discriminar algum accionista minoritário e atribuir-lhe um tratamento injustificadamente diferenciado”, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 368. Para o alcance da remissão para o artigo 188.º, cf. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 817-818. Para mais desenvolvimentos sobre o regime da contrapartida mínima, remetemos para PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 679-693.

⁽⁸²⁾ O período de seis meses deve ter por referência o anúncio preliminar de aquisição potestativa e não o anúncio preliminar da OPA antecedente — cf. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 818. Por outro lado, releva, ainda, respeitar o prazo de três meses, estipulado para a aquisição na OPA antecedente, uma vez que o preço pago será o limite inferior da contrapartida na aquisição potestativa que lhe siga, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 818.

⁽⁸³⁾ Cf. PAULO CÂMARA, *O dever de lançamento*, cit., 236, e *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 685.

dente, designado pela CMVM, que fixará a contrapartida mínima a expensas do oferente⁽⁸⁴⁾ ⁽⁸⁵⁾.

⁽⁸⁴⁾ O n.º 2 do artigo 188.º releva o papel das autoridades de supervisão mobiliárias na verificação do cumprimento das normas em matéria de contrapartida mínima. Em todo o caso, como bem esclarece PAULO CÂMARA, está em causa tão-somente a possibilidade de formular juízos de legalidade e não de mérito, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 692. O A. critica a não exigibilidade, em termos expressos, de o auditor estar registado na CMVM, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., nota n.º 1607, 692. Por outro lado, aplaude a prática de se proceder à indicação, nos documentos da oferta, do “parecer” da CMVM relativo à possibilidade de, em eventual futura aquisição potestativa proposta com a mesma contrapartida, a mesma ser sujeita a revisão por auditor, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 813.

⁽⁸⁵⁾ No direito italiano, prevê-se que o preço da aquisição seja fixado por um perito nomeado pelo presidente do Tribunal competente na área da sede da sociedade emitente, determinando ainda o legislador que se deverá atender ao preço da oferta bem como ao preço de mercado relativo ao último semestre (cf. artigo 111.º da secção II — *Offerte pubbliche di acquisto obbligatoire* — do *Decreto legislativo de 24 de Fevereiro de 1998*, n.º 58 — *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio de 1996*, n.º 52). Para mais desenvolvimentos, cf. GIANLUCA PERRONE, *Nature and Rationale of Freeze-out Under Italian Law on Listed Corporations*, cit. No Direito espanhol, o n.º 1 do artículo 47 do Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, faz referência à oferta de um “*precio equitativo*” que, no n.º 2 do artículo 47, é definido como “*el correspondiente a la contraprestación de la oferta pública*”. O regime é omissivo no tocante à natureza ou objecto da contrapartida, pelo que se tem defendido que esta deverá revestir a mesma forma da contrapartida apresentada na oferta pública precedente (neste sentido, cf. FERNANDO VIVES RUIZ, *Las operaciones de «public to private»*, cit., 351). Não se previu, igualmente, a obrigatoriedade de apresentação de uma contrapartida em dinheiro, sempre que esta seja oferecida em espécie, ao abrigo da faculdade reconhecida pela Directiva OPAS aos Estados-membros (cf. primeiro parágrafo do n.º 5 do artigo 15.º da Directiva). Em todo o caso, o n.º 5 do artículo 47 reconhece aos titulares das participações afectadas pela venda forçosa a faculdade de elegerem a natureza da contrapartida (quando seja apresentada uma contrapartida com dois objectos em alternativa), através de comunicação para o efeito, antes do termo da operação. Não o fazendo, entender-se-á que, havendo essa possibilidade, optam por uma contrapartida em dinheiro. Antes da positividade da figura, CÂNDIDO PAZ-ARES propunha que, para efeitos de determinação da contrapartida: *i*) se atendessem ao “valor real”; *ii*) se impusesse a intervenção de um perito independente e externo, a designar pelo *Registro Mercantil*, a quem incumbiria verificar da “justeza” ou “correção” da contrapartida apresentada pelo oferente; e *iii*) se reconhecesse aos minoritários a possibilidade de opção entre uma contrapartida em espécie ou em numerário, perspectivando-se, pois, tecnicamente, uma obrigação alternativa, em que se reconheceria ao

A preocupação em torno da transparência do processo de designação do auditor e dos critérios adoptados justifica a imediata publicitação, não só da decisão da CMVM relativa àquela designação, bem como do valor da contrapartida mínima fixada por aquele (cf. n.º 4 do artigo 188.º do CVM ⁽⁸⁶⁾).

O n.º 3 do artigo 188.º do CVM consagra um elenco de três hipóteses em que se presumirá que a contrapartida oferecida *não é equitativa* ⁽⁸⁷⁾. O legislador socorre-se, pois, de um conceito indeterminado, reservando, assim, à doutrina e à jurisprudência a concretização do referido parâmetro. Por outro lado, introduz-se uma presunção legal, não se esclarecendo a respectiva natureza ⁽⁸⁸⁾.

Por último, como referido, a inovação porventura mais relevante na regulamentação da contrapartida aplicável à oferta pública de

credor a faculdade de eleição do objecto, *Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el derecho español*, cit., 34-37.

⁽⁸⁶⁾ Esta previsão foi aditada pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro.

⁽⁸⁷⁾ Esta norma foi aditada pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro. Antes da alteração, cf. JOÃO SOARES DA SILVA, *Mandatory bid rule e alternativa necessária em dinheiro: nota sobre o artigo 188.º, n.º 3, do Código dos Valores Mobiliários*, in “Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Inocêncio Galvão Telles”, vol. IV, Almedina, Coimbra, 2003, 1031-1054. Na Directiva OPAS, consagram-se duas presunções legais quanto à natureza *justa* da contrapartida da oferta, para valer, respectivamente, nas hipóteses de oferta voluntária e de oferta obrigatória (cf. terceiro e quarto parágrafos do n.º 5 do artigo 15.º): *Na sequência de uma oferta voluntária em qualquer dos casos previstos nas alíneas a) e b) do n.º 2, a contrapartida da oferta presume-se justa se o oferente tiver adquirido, em resultado da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital com direito de voto abrangido pela oferta. Na sequência de uma oferta obrigatória, presume-se que a contrapartida da oferta corresponde ao preço justo*. As disposições referidas são, também, aplicáveis à alienação potestativa, regulada no artigo 16.º da Directiva (cf. n.º 3 do artigo 16.º).

⁽⁸⁸⁾ É controversa a natureza da presunção contemplada no n.º 3 do artigo 188.º Parece que deve, neste domínio, admitir-se a possibilidade de produção de prova em contrário, qualificando-se, assim, a presunção como *iuris tantum*. Tem sido essa, também, a tese sustentada, designadamente na doutrina alemã, embora não em termos maioritários. Para a discussão, remetemos para MARCO VENTORUZZO, *Freeze-Outs*, cit., nota n.º 144, 43. Por outro lado, em sede de aquisição potestativa, introduziu-se uma presunção de que a contrapartida oferecida corresponde a uma *contrapartida justa da aquisição das acções remanescentes* (cf. artigo 194.º, n.º 2). Para mais desenvolvimentos, *vide infra*.

aquisição obrigatória, reside no desaparecimento do dever de apresentação de uma alternativa pecuniária, sempre que a contrapartida seja oferecida em espécie (constante do então n.º 3 do artigo 188.º do CVM) ⁽⁸⁹⁾. Hoje, diversamente, só se prevê o dever de apresentação de uma alternativa em equivalente pecuniário na hipótese consagrada no n.º 5 do artigo 188.º, portanto, na eventualidade de ser oferecida uma contrapartida em valores mobiliários e de o oferente e pessoas que com ele estejam em alguma das situações do n.º 1 do artigo 20.º terem, nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta, adquirido quaisquer acções representativas do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro ⁽⁹⁰⁾.

Resulta, em nosso entender, do novo n.º 5 do artigo 188.º, uma aparente preferência pela apresentação de uma contrapartida, em regra, em dinheiro, atentas as limitações impostas para a proposta de aquisição em espécie.

⁽⁸⁹⁾ Para a crítica das alterações introduzidas, cf. HUGO MOREDO SANTOS, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 387-388. O A. salienta a aparente incongruência de se terem introduzido duas alterações de sinal oposto: por um lado, o fim do dever de apresentação de uma alternativa em dinheiro como contrapartida nas ofertas públicas de aquisição obrigatórias (cf. artigo 188.º do CVM) e, por outro, a expressa exigência de apresentação de uma contrapartida em dinheiro, nas aquisições potestativas (cf. n.º 1 do artigo 194.º do CVM).

⁽⁹⁰⁾ Resulta do preâmbulo do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que esta opção foi ponderada. O legislador português transpôs, para o plano do Direito interno, a obrigatoriedade de apresentar uma alternativa em numerário, nas hipóteses previstas nos parágrafos segundo e terceiro do n.º 5 do artigo 5.º da Directiva OPAS. Pese embora o facto de o legislador comunitário remeter para os Direitos internos a concretização do objecto e da natureza da contrapartida, prevê a Directiva OPAS que (...) *sempre que a contrapartida proposta pelo oferente não consistir em valores mobiliários líquidos admitidos à negociação num mercado regulamentado, essa contrapartida deve incluir uma alternativa em numerário. E que (...) o oferente deve propor, pelo menos como alternativa, uma contrapartida em numerário quando ele próprio ou quaisquer pessoas que com ele actuem em concertação tiverem adquirido em numerário valores mobiliários que representem 5% ou mais dos direitos de voto da sociedade visada, num período que se inicie em simultâneo com o período fixado pelo Estado-Membro nos termos do n.º 4 e que termine no momento do termo do prazo de aceitação da oferta*.

Por outro lado, a opção por uma contrapartida em numerário foi assumida, de forma expressa, pelo legislador português, em matéria de aquisição tendente ao domínio total (cf. n.º 1 do artigo 194.º do CVM) ⁽⁹¹⁾.

Em matéria de contrapartida, cumpre, ainda, salientar o novo n.º 2 do artigo 194.º do CVM, que passou a consagrar uma presunção de justeza da contrapartida oferecida em sede de aquisição tendente ao domínio total. Presume-se, então, que estaremos perante uma contrapartida justa da aquisição das acções remanescentes *se o oferente, em resultado de aceitação da oferta pública de aquisição geral e voluntária, adquirir pelo menos 90% das acções representativas de capital social com direitos de voto abrangidas pela oferta* ⁽⁹²⁾.

19. Os números seguintes do artigo 194.º e o artigo 195.º do CVM ocupam-se do procedimento e das formalidades pressupostas pela decisão de aquisição potestativa. Assim, a decisão de aquisição potestativa deve

⁽⁹¹⁾ Defendendo a obrigatoriedade de apresentação de uma alternativa quanto ao objecto da contrapartida, bem como a susceptibilidade de escolha pelos minoritários, antes da alteração normativa operada pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, cf. HUGO MOREDO SANTOS, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 383-386, que desvalorizava o argumento fundado no carácter potestativo do direito de aquisição. Em sentido contrário, pronunciava-se PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, cit., 173, para quem o reconhecimento aos minoritários de uma alternativa quanto ao objecto da contrapartida não pareceria susceptível de “compatibilizar-se com o carácter potestativo deste processo”. Enfatizando a nota de ausência de liberdade do alienante na transmissão das suas acções, cf., ainda, FILIPA JORGE RAMOS/JOSÉ PEDRO FAZENDA MARTINS/MARIA REBELO PEREIRA/RAFAELA ROCHA, *Efeitos da Aquisição Potestativa nos Ónus ou Encargos e no Bloqueio de Acções*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 12 (Dezembro), 2001, 89-104 (94-95). Rejeita a susceptibilidade de recurso ao bloqueio de acções para impedir o processo de aquisição potestativa, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 816-817.

⁽⁹²⁾ Esta norma consagra a previsão constante do terceiro parágrafo do n.º 5 do artigo 15.º da Directiva OPAS: *Na sequência de uma oferta voluntária em qualquer dos casos previstos nas alíneas a) e b) do n.º 2, a contrapartida da oferta presume-se justa se o oferente tiver adquirido, em resultado da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital com direito de voto abrangido pela oferta*. Tal como defendemos a propósito da presunção legal consagrada no n.º 3 do artigo 188.º do CVM, entendemos que a presunção de *justeza*, contemplada no n.º 2 do artigo 194.º é, igualmente, susceptível de ser afastada.

ser publicitada de imediato (através de *anúncio preliminar*) e, subsequentemente, remetida à CMVM para efeitos de registo (cf. n.º 3 do artigo 194.º do CVM) ⁽⁹³⁾.

Cumpridas as formalidades de publicitação e registo, o sócio dominante fica constituído na obrigação de *consignar a contrapartida em depósito junto de instituição de crédito, à ordem dos titulares das acções remanescentes* (cf. n.º 5 do artigo 194.º) ⁽⁹⁴⁾. O legislador resolveu, nesta sede, as dúvidas interpretativas suscitadas pelo artigo 490.º do CSC, no tocante à forma de consignação em depósito da contrapartida, dispensando o recurso ao processo judicial, previsto no CPC.

O artigo 195.º regula o procedimento necessário para a plena eficácia da aquisição potestativa. Nos termos do n.º 1 do artigo 195.º, *a aquisição torna-se eficaz a partir da publicação, pelo interessado, do registo na CMVM*.

Por outro lado, tipificam-se, igualmente, as consequências, para a sociedade visada, da aquisição potestativa. De acordo com o preceituado no n.º 4 do artigo 195.º, são dois os efeitos, a saber: por um lado, *a perda da qualidade de sociedade aberta*; por outro, *a exclusão da negociação em mercado regulamentado das acções da sociedade e dos valores mobiliários que a elas dão direito, ficando vedada a sua readmissão durante um ano* ⁽⁹⁵⁾.

⁽⁹³⁾ O conteúdo do anúncio deve conter as menções exigidas nas alíneas a) a e) do n.º 1 do artigo 176.º do CVM, norma que será, aplicável, com as devidas adaptações, por força da remissão operada pelo n.º 4 do artigo 194.º O anúncio preliminar deve, assim, indicar: a) *O nome, a denominação ou a firma do oferente e o seu domicílio ou sede*; b) *A firma e a sede da sociedade visada*; c) *Os valores mobiliários que são objecto da oferta*; d) *A contrapartida oferecida*; e) *O intermediário financeiro encarregado da assistência à oferta, se já tiver sido designado*.

⁽⁹⁴⁾ Esta é a solução adoptada no Direito italiano, no artigo 111.º do *Decreto legislativo* de 24 de Fevereiro de 1998, n.º 58 — *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio de 1996, n.º 52*, onde se prevê que a transferência das participações sociais será eficaz a partir da data da comunicação de se ter realizado a consignação em depósito do preço da aquisição numa instituição de crédito pela sociedade emitente.

⁽⁹⁵⁾ O n.º 4 do artigo 195.º foi, igualmente, alterado pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro. No essencial, o sentido da alteração foi aditar o efeito da perda de qualidade de sociedade aberta e, bem assim, reduzir o prazo de exclusão da negociação em mercado regulamentado das acções e dos valores mobiliários que a elas dão direito

20. Em homenagem ao princípio da reciprocidade, o legislador consagra, também nesta sede, uma dupla faculdade a exercer por cada titular das acções remanescentes: em primeiro lugar, *nos três meses subsequentes ao apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição referida no n.º 1 do artigo 194.º pode exercer o direito de alienação potestativa, devendo antes, para o efeito, dirigir por escrito ao sócio dominante convite para que, no prazo de oito dias, lhe faça proposta de aquisição das suas acções* ⁽⁹⁶⁾; em segundo lugar, na hipótese de não ser feita qualquer proposta ou na eventualidade de essa ser considerada insatisfatória, a faculdade de *tomar a decisão de alienação potestativa, mediante declaração perante a CMVM acompanhada de:* a) *Documento comprovativo de consignação em depósito ou de bloqueio das acções a alienar;* b) *Indicação da contrapartida calculada nos termos dos n.ºs 1 e 2 do artigo 194.º* ⁽⁹⁷⁾. Está, pois, em causa, nesta hipótese, o direito de *sell-out*.

O mecanismo consagrado, neste artigo 196.º, é equivalente à previsão contida nos n.ºs 5 e 6 do artigo 490.º do CSC. Reconhece-se aos minoritários a faculdade de impor a aquisição, pelo sócio dominante,

de dois para um ano. Para PAULO CÂMARA, “[a] OPA antecedente prevista no art. 194.º CVM pretende legitimar uma mudança qualitativa do estatuto da sociedade: de sociedade aberta, a sociedade converte-se em sociedade unipessoal (salvo em caso de domínio exercido por uma pluralidade de pessoas)”, *As operações de saída do Mercado*, cit., 169. Sobre a perda da qualidade de sociedade aberta, cf. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 791-797; CONCEIÇÃO AGUIAR, *Sobre a Perda da Qualidade de Sociedade Aberta*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 30 (Agosto de 2008), 79-90. A transmissão potestativa tendente ao domínio total configura, assim, uma operação de saída de mercado, cf. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 780.

⁽⁹⁶⁾ O n.º 1 do artigo 196.º foi alterado pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que aditou o prazo de três meses subsequentes ao apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição e reduziu de trinta para oito dias o prazo para a apresentação, por escrito, pelo sócio dominante, de uma proposta de aquisição das suas acções.

⁽⁹⁷⁾ A alínea b) do n.º 2 do artigo 196.º foi alterada pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro. O legislador determina a aplicação das regras sobre cálculo da contrapartida constantes dos n.ºs 1 e 2 do artigo 194.º do CVM (que, por sua vez, como referido, remete para o artigo 188.º do CVM), ao invés de remeter directamente para os critérios de determinação fixados naquele artigo 188.º

das participações remanescentes. Na hipótese prevista no n.º 1, o legislador socorreu-se da figura do convite a contratar para enquadrar aquela pretensão dos minoritários: a estes caberá provocar, junto do sócio dominante, a emissão de uma verdadeira e completa proposta de aquisição das suas acções ⁽⁹⁸⁾. O mecanismo eleito não prescinde da consideração de limites temporais, erigidos para a delimitação do período de exercício do direito de alienação potestativa (três meses) ⁽⁹⁹⁾, bem como para a apresentação de uma proposta de aquisição (oito dias).

O n.º 2 visa resolver as situações de inércia total por parte do sócio dominante (*falta de proposta*) ou aquelas em que, tendo sido apresentada uma oferta de aquisição, a mesma tenha sido reputada insatisfatória pelos titulares das acções remanescentes (*insuficiência da proposta*). Nesta eventualidade, impõe-se a intervenção de uma entidade imparcial e externa ao litígio — a CMVM — que substitui, assim, o papel do julgador nas hipóteses de aquisição tendente ao domínio total de sociedades fechadas (cf. n.º 6 do artigo 490.º do CSC) ⁽¹⁰⁰⁾. Por outro lado, não caberá à CMVM, mas sim aos próprios titulares das acções remanescentes a consignação em depósito ou o bloqueio das acções a alienar, assim como a indicação da contrapartida calculada nos termos fixados para a aquisição potestativa, isto é, de acordo com o artigo 188.º do CVM (por força da remissão operada pelos n.ºs 1 e 2 do artigo 194.º). À CMVM ficam, assim, reservadas as funções de fiscalização e controlo do preen-

⁽⁹⁸⁾ Neste sentido, cf. PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, cit., 171, e *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 816. Como esclarece o A., está em causa um convite a contratar com consequências particulares: “[f]altando proposta, pode haver requerimento à CMVM para determinação da contrapartida devida”, *loc. cit.* Cf., ainda, PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, cit., 525.

⁽⁹⁹⁾ De acordo com a Directiva OPAS, o direito de alienação potestativa deve ser exercido no prazo de três meses (cf. n.º 3 do artigo 16.º). Está em causa um prazo de caducidade, nos termos do n.º 2 do artigo 298.º e dos artigos 328.º a 333.º do C.C. Neste sentido, cf. PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, cit., 524.

⁽¹⁰⁰⁾ No caso de alienação potestativa (196.º, n.º 2, alínea b)), e em face do silêncio legislativo quanto a eventuais limites temporais, PAULO CÂMARA defende que o marco temporalmente relevante é o do primeiro convite a contratar apresentado por um sócio, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 818-819, que fixará o momento relevante para a determinação da contrapartida.

chimento dos requisitos da alienação, que se considerará eficaz a partir da notificação por aquela autoridade ao sócio dominante ⁽¹⁰¹⁾.

21. Prescreve-se, ainda, no artigo 197.º, a necessidade de observância, no processo de aquisição tendente ao domínio total, em particular no que respeita à fixação da contrapartida, do princípio da igualdade de tratamento: os titulares de acções da mesma categoria devem ser tratados de modo idêntico.

22. A aquisição tendente ao domínio total, no contexto das sociedades abertas, assenta no reconhecimento de uma situação jurídica activa forte, reconduzível a um direito potestativo que, sendo titulado pelo sócio dominante, impõe, de forma inelutável, aos titulares das acções remanescentes, a saída da sociedade, a troca do pagamento de uma contrapartida pecuniária.

O instituto constitui uma manifestação da “tendência de concentração da propriedade accionista em Portugal ⁽¹⁰²⁾”. O processo aproxima-se, assim, da configuração jurídica da compra e venda de empresa ou de posições sociais, mas afasta-se desta figura, na medida em que a aquisição tendente ao domínio total não faz depender a transferência da propriedade do consentimento dos titulares das participações remanescentes.

⁽¹⁰¹⁾ De acordo com o n.º 4 do artigo 196.º, a certidão comprovativa da notificação constitui título executivo. A CMVM exercerá um importante papel de controlo por via do registo (cf. artigo 196.º, n.º 3, CVM). Este é o aspecto nuclear do processo regulado no CVM — cf. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 816, e CALVÃO DA SILVA, *Consignação em depósito*, cit., 365 — para quem a transmissão compulsiva de acções será eficaz a partir da publicação do registo na CMVM (cf. artigo 195.º, n.º 1, CVM). Em sentido contrário, sustenta que o acto nuclear do processo de alienação potestativa consiste na declaração prestada pelo titular perante a CMVM, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos*, I, cit., 174.

⁽¹⁰²⁾ Cf. PAULO CÂMARA, *As operações de saída do mercado*, cit., 128, e *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 779. O A. analisa a transmissão potestativa tendente ao domínio total enquanto operação (financeira) de saída de bolsa (*public-to-private transactions*), *As operações de saída do mercado*, cit., 129. Para mais desenvolvimentos, cf. *ob. cit.*, 153 ss. Mais recentemente, sobre as operações de saída do mercado, cf., do mesmo A., *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 779-828.

§ 4.º A AQUISIÇÃO TENDENTE AO DOMÍNIO TOTAL NO CSC E NO CVM — CONFRONTO DE REGIMES

23. A regulamentação da aquisição tendente ao domínio total, no CSC e no CVM, repousa num elemento comum: a existência de uma situação de domínio qualificado assente, na hipótese prevista no artigo 490.º do CSC, na titularidade de participações correspondentes a 90% do capital social, e, no artigo 194.º do CVM, na titularidade de 90% dos direitos de voto.

Contudo, os regimes da aquisição tendente ao domínio total, previstos no CSC e no CVM, não são assimiláveis ⁽¹⁰³⁾.

Assim, em primeiro lugar, cumpre recordar a diferente inserção sistemática: no CSC, a figura surge em sede de grupos de sociedades, enquanto modalidade de relação inter-societária; no CVM, o instituto está associado às ofertas públicas de aquisição ⁽¹⁰⁴⁾.

Outra das notas contrastantes, no confronto entre a figura se regulada pelo CSC e aquela consagrada no CVM, reside na delimitação subjectiva da sociedade visada. Na verdade, o artigo 194.º exige que estejamos perante uma sociedade *aberta*, portanto, uma sociedade anónima com capital aberto ao investimento do público (cf. artigo 13.º do CVM). Ainda em matéria de delimitação subjectiva dos intervenientes, desta feita no que respeita à pessoa do oferente, o artigo 194.º não especifica que pessoas jurídicas podem recorrer à figura da aquisição potestativa e não pressupõe a existência de duas sociedades ⁽¹⁰⁵⁾. Exige-se, sim, que o oferente ou adquirente seja titular de 90% dos direitos de voto

⁽¹⁰³⁾ Para uma sistematização de algumas notas diferenciadoras de regime, cf. PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, cit., 159-163 e, mais recentemente, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 803-809. Cf., ainda, CALVÃO DA SILVA, *Consignação em depósito*, cit., 366-367 e 370-371.

⁽¹⁰⁴⁾ Não está, contudo, em análise um processo assimilável ao regime da oferta pública. Para mais desenvolvimentos, cf. PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, cit., nota n.º 107, 171 e *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 794-795.

⁽¹⁰⁵⁾ Diversamente, o artigo 490.º do CSC será aplicável a sociedades por quotas, anónimas e em comandita por acções. Para mais desenvolvimentos sobre o âmbito de aplicação subjectivo do instituto, cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *O âmbito de aplicação*, cit., 95-116 e o nosso *O instituto da aquisição tendente ao domínio total*, cit., 213-218.

da sociedade visada na sequência do lançamento de uma oferta pública de aquisição geral. A determinação do conceito de oferente implica, pois, uma remissão para os critérios de aquisição da qualidade de accionista, cabendo admitir, nesse âmbito, pessoas singulares ou colectivas ⁽¹⁰⁶⁾.

Por seu turno, no que toca à delimitação objectiva, o artigo 194.º do CVM exige, imperativamente, um prévio lançamento de uma oferta pública de aquisição universal e geral. Nessa medida, e como acima referido, a aquisição tendente ao domínio total surge na sequência e enquanto culminar de um processo de oferta pública de aquisição ⁽¹⁰⁷⁾. Acresce, ainda, a circunstância de a aquisição se dirigir à universalidade das acções, com irrelevância das categorias eventuais respectivas ⁽¹⁰⁸⁾. De salientar, no entanto, que este requisito — erigido como verdadeiro pressuposto do recurso ulterior à aquisição tendente ao domínio total — não constitui um *dever*, a cargo do sócio dominante, mas, sim, um *onus* ⁽¹⁰⁹⁾.

Outra das diferenças reside no conteúdo da participação social exigida para desencadear a aquisição tendente ao domínio total. Assim, nos termos do artigo 490.º do CSC é irrelevante a circunstân-

⁽¹⁰⁶⁾ Neste sentido, cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades*, cit., 887; ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Valores mobiliários*, cit., 60; PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, cit., 160 e *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 805; HUGO MOREDO SANTOS, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 306. Admitindo a susceptibilidade de a aquisição tendente ao domínio total no contexto de sociedades abertas ser fundada numa imputação plurissubjectiva de votos, cf. PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, cit., 162. Sobre o ponto, cf., ainda, HUGO MOREDO SANTOS, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 307 ss.

⁽¹⁰⁷⁾ O artigo 194.º pressupõe uma oferta *prévia* e exige que esta não só seja dirigida à generalidade dos accionistas da sociedade visada, como seja, ainda, *geral*, cf. PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, cit., respectivamente, 165 e 150, e *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 794-795.

⁽¹⁰⁸⁾ Este é um dos aspectos que poderá vir a ser objecto de revisão, na medida em que a Directiva Comunitária 2004/25/CE autoriza solução diversa (cf. primeiro parágrafo do n.º 3 do artigo 15.º). Antecipando esta problemática, com análise dos requisitos enunciados, cf. PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, cit., 165-166.

⁽¹⁰⁹⁾ É esta a tese sustentada por PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, cit., 167, e *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 811-812.

cia de a participação social ser ou não acompanhada da titularidade do direito de voto (*90% do capital de outra sociedade* — cf. n.º 1 do artigo 490.º); diversamente, no âmbito do artigo 194.º do CVM exige-se que sejam adquiridos 90% dos direitos de voto (*90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social* — cf. n.º 1 do artigo 194.º) ⁽¹¹⁰⁾.

O prazo previsto, nos artigos 490.º do CSC e 194.º do CVM, para o exercício do direito de aquisição potestativa, é, hoje, distinto, depois da alteração introduzida pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro. Assim, prevê-se um prazo de seis meses para o exercício da aquisição potestativa compulsiva, nas sociedades fechadas ao investimento do público, e um prazo de três meses, para aquele efeito, nas sociedades abertas ⁽¹¹¹⁾.

Acresce, ainda, que a figura regulada nos artigos 194.º a 197.º do CVM obedece não só a uma lógica de concentração das participações sociais num sócio e, portanto, de unificação societária, mas, também, de convolução de uma sociedade de estrutura aberta ao investimento do público numa sociedade fechada, sem títulos admitidos à negociação ⁽¹¹²⁾.

24. A nota porventura mais distintiva no confronto entre os dois regimes, previstos, respectivamente, no CSC e no CVM, reside na disciplina do cálculo e fixação da contrapartida.

O legislador do CVM manda aplicar à aquisição tendente ao domínio total as regras consagradas para o cálculo da contrapartida nas

⁽¹¹⁰⁾ A propósito, defende HUGO MOREDO SANTOS que a regulamentação constante do CSC em matéria de grupos de sociedades se caracteriza pela nota da “desconsideração pelo conteúdo da participação social”, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 342.

⁽¹¹¹⁾ Como esclarece HUGO MOREDO SANTOS, em todo o caso, “[o] direito de aquisição potestativa não se cristalizou na data da respectiva constituição, pelo que não é imune a vicissitudes como a alienação de acções ou a cessação de situações de imputação. Assim, para que o direito de aquisição potestativa possa ser exercido não basta que se tenha um dia constituído: é necessário que, na data de exercício, ainda exista”, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 394.

⁽¹¹²⁾ Neste sentido, cf. HUGO MOREDO SANTOS, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 282.

ofertas públicas de aquisição obrigatórias, consagradas no artigo 188.º do CVM (cf. n.º 1 do artigo 194.º do CVM) ⁽¹¹³⁾.

Assim, como resulta do n.º 2 do artigo 188.º do CVM, o papel do revisor oficial de contas é secundarizado. Na verdade, pelo facto de estar em causa uma sociedade visada com a natureza de sociedade aberta, é o mercado que deve ditar os critérios e os índices de estipulação do valor da contrapartida ⁽¹¹⁴⁾. Não se prescindiu, igualmente, da fixação legislativa de valores ou limites mínimos a observar, imperativamente, no cálculo da contrapartida. Pretende-se, por essa forma, garantir o desiderato de um *preço justo*, através da aplicação de critérios objectivos, plasmados em normas imperativas e, como tal, insusceptíveis de afastamento por vontade das partes ⁽¹¹⁵⁾.

Acresce que o CVM — diversamente do que sucede na regulamentação contida no CSC — se socorre do qualificativo *justa* em matéria de contrapartida, redacção que é susceptível de introduzir uma margem de discricionariedade e algum grau de subjectividade na conformação da contrapartida ⁽¹¹⁶⁾. Consciente dos riscos associados a esta técnica legislativa, o legislador optou por consagrar, no n.º 2 do artigo 194.º do CVM — na linha da Directiva 2004/25/CE, em particular do n.º 5 do artigo 15.º — uma presunção de *contrapartida justa*. Assim, tendo sido adquiridas, na sequência de oferta pública de aquisição geral e voluntária, pelo menos 90% das acções representativas do capital com direi-

⁽¹¹³⁾ PAULO CÂMARA defende que o regime contemplado no CVM é mais aperfeiçoado do que o do artigo 490.º do CSC, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 817. Também HUGO MOREDO SANTOS sustenta que o sistema consagrado no CVM é mais eficaz do que o previsto no CSC — caracterizado por uma ausência de regulamentação do procedimento de cálculo e fixação da contrapartida — em matéria de protecção dos accionistas minoritários, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 372.

⁽¹¹⁴⁾ Para mais desenvolvimentos, cf. HUGO MOREDO SANTOS, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 366 ss.

⁽¹¹⁵⁾ Cf. HUGO MOREDO SANTOS, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 372.

⁽¹¹⁶⁾ A exigência de, em matéria de aquisição tendente ao domínio total, ser oferecida uma contrapartida *justa* foi introduzida pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, em cumprimento da Directiva OPAS que impõe a apresentação de um *preço justo* (cf. n.ºs 2 e 5 do artigo 15.º e n.º 2 do artigo 16.º da Directiva) e consagra duas presunções legais de contrapartida da oferta *justa* (cf. n.º 5 do artigo 15.º da Directiva).

tos de voto abrangidas pela oferta, presumir-se-á que a contrapartida oferecida nesse contexto é justa para efeitos da aquisição potestativa das acções remanescentes. Está em causa uma presunção, repete-se, em todo o caso, ilidível, que pode, por isso, ser afastada por prova em contrário ⁽¹¹⁷⁾. Tem, pois, natureza de presunção *juris tantum* e já não *de juris et de jure* (cf. n.º 2 do artigo 350.º do C.C.) ⁽¹¹⁸⁾.

Em todo o caso, e pese embora a presunção legal estabelecida, não fica prejudicada a faculdade de impugnação da contrapartida fixada com recurso a este sistema ⁽¹¹⁹⁾.

Por outro lado, das normas constantes do CVM, resulta, de imediato, uma diferença fundamental de regime no confronto com a já analisada norma do artigo 490.º do CSC. Com efeito, o legislador societário reconhece ao oferente uma alternativa no que respeita ao objecto da contrapartida: ela pode consistir em dinheiro ou em espécie (quotas, acções ou obrigações). Solução diferente foi, pois, adoptada no CVM que impõe, agora, a apresentação de uma contrapartida exclusivamente em dinheiro (cf. n.º 1 do artigo 194.º).

25. O artigo 188.º do CVM (aplicável ao cálculo da contrapartida na aquisição tendente ao domínio total de sociedades abertas, por força

⁽¹¹⁷⁾ Para uma exemplificação de algumas situações susceptíveis de afastar a presunção de *justiça* da contrapartida, cf. HUGO MOREDO SANTOS, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 378-379. Como referido, o CVM acolheu, igualmente, uma presunção legal de *não equidade* da contrapartida oferecida no contexto das ofertas públicas de aquisição obrigatórias — cf. n.º 3 do artigo 188.º do CVM. É controversa a natureza jurídica da presunção aí estabelecida, concretamente, se a mesma admite ou não prova em contrário. Mas, como defendido, parece que deve autorizar-se a possibilidade de demonstração de prova em contrário da natureza equitativa da contrapartida.

⁽¹¹⁸⁾ Sobre o conceito e natureza das presunções legais, cf., por todos, BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, 2002 (reimp.), 111-113.

⁽¹¹⁹⁾ PAULO CÂMARA não partilha das reservas formuladas por Engrácia Antunes quanto à equivalência de regimes entre o artigo 490.º do CSC e os artigos 194.º a 197.º do CVM, em matéria de fiscalização da suficiência da contrapartida oferecida. Para o A., em ambos os casos, será admissível a impugnação judicial da contrapartida, com a diferença de que, no caso do processo regulado no CVM, essa impugnação terá por objecto o acto de registo da CMVM, *As operações de saída do Mercado*, cit., nota n.º 94, 163, e *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., nota n.º 1840, 808.

da remissão do n.º 1 do artigo 194.º e da alínea *b*) do n.º 2 do artigo 196.º), para além de enunciar os critérios — de natureza objectiva — que devem nortear o processo de cálculo da contrapartida, regula, igualmente, no n.º 5, a natureza respectiva. Aí se reconhece ao oferente a faculdade de oferecer uma contrapartida em espécie e impõe-se o dever de apresentação de uma alternativa pecuniária, na hipótese de, nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta, o oferente e pessoas que com ele estejam em alguma das situações do n.º 1 do artigo 20.º, terem adquirido quaisquer acções representativas do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro.

Pode suscitar-se a dúvida de saber se a previsão contida no n.º 5 do artigo 188.º do CVM será, igualmente, aplicável ao regime da contrapartida devida no contexto de uma aquisição tendente ao domínio total ⁽¹²⁰⁾. O efeito da aplicabilidade da solução referida à aquisição tendente ao domínio total seria legitimar a apresentação de uma contrapartida exclusivamente em valores mobiliários e já não, apenas, em dinheiro, como resulta do n.º 1 do artigo 194.º do CVM.

A resposta não pode deixar de ser negativa. Na verdade, hoje, depois da alteração introduzida pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, o n.º 1 do artigo 194.º só autoriza a apresentação de uma *contrapartida justa, em dinheiro*. A contrapartida a apresentar, no contexto de uma aquisição tendente ao domínio total, é, agora, necessariamente, pecuniária e não se reconhece a possibilidade de oferta de uma contrapartida em espécie. Não existe, pois, apoio literal para defender outra solução ⁽¹²¹⁾.

⁽¹²⁰⁾ HUGO MOREDO SANTOS defende a inaplicabilidade do n.º 5 do artigo 188.º no domínio da aquisição tendente ao domínio total, regulada pelo artigo 194.º do CVM, atentas as consequências a que conduziria, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., nota n.º 247, 385.

⁽¹²¹⁾ Não nos parece procedente a tese segundo a qual o n.º 1 do artigo 194.º do CVM ofende o regime da contrapartida fixado na Directiva OPAS. Na verdade, o legislador comunitário reconhece a possibilidade de ser apresentada uma contrapartida que assumia a mesma forma que a contrapartida da oferta ou uma contrapartida em numérico (cf. primeiro parágrafo do n.º 5 do artigo 15.º da Directiva). O legislador português optou pelo segundo termo da alternativa.

A remissão do n.º 1 do artigo 194.º (e da alínea *b*) do n.º 2 do artigo 196.º do CVM) para o artigo 188.º justifica-se para determinar a aplicabilidade, nesta sede, dos critérios de determinação da contrapartida (o cálculo da contrapartida), e já não para legitimar a apresentação de uma contrapartida com outro objecto.

§ 5.º O PROBLEMA DA DUVIDOSA LEGITIMIDADE DA AQUISIÇÃO TENDENTE AO DOMÍNIO TOTAL

26. A aquisição tendente ao domínio total — quer no contexto das sociedades fechadas ao investimento do público, quer no das sociedades abertas — constitui, ainda hoje, um instituto controverso.

Em todo o caso, a questão em torno da ilegitimidade da figura está, hoje, relativamente neutralizada, ao nível doutrinário, com base na ideia de que nos encontramos perante uma regulamentação normativa equilibrada. Tem sido, igualmente, esta a posição assumida pela jurisprudência maioritária dos nossos Tribunais, sem olvidar a importante intervenção do Tribunal Constitucional, nesta matéria, acerca da norma do n.º 3 do artigo 490.º do CSC ⁽¹²²⁾.

O regime jurídico da aquisição tendente ao domínio total, consagrado no CSC, justifica-se, primordialmente, à luz do objectivo de proporcionar condições de constituição de grupos de sociedades, correspondendo, desta forma, às necessidades de concentração do capital social e de unificação da direcção societária. Este propósito pressupõe, porém, para a completa consecução, o sacrifício das posições jurídicas minoritárias que, podendo não concordar com as decisões de reestruturação societária, dificultariam a concretização do novo projecto. O legislador privilegiou, por isso, os interesses da sociedade dominante — na aquisição do domínio total da sociedade dominada —, mas sem, com isso, relegar os interesses dos sócios minoritários. Consagrou-se um regime cauteloso que impõe a observância de um processo faseado e acompanhado de uma fiscalização exercida pela intervenção do revisor oficial de contas, bem como a obrigatoriedade de atribuição de uma

⁽¹²²⁾ Cf. *supra*, § 1, n.º 3.

contrapartida equitativa e justa aos sócios minoritários, que poderá ser controlada *a posteriori* pelo órgão jurisdicional. Por outro lado, além do direito potestativo de aquisição por parte da sociedade dominante (direito de *buy-out*) reconhece-se, igualmente, aos sócios minoritários, o direito potestativo de alienação (direito de *sell-out*).

Em síntese, os interesses dos sócios minoritários não são negligenciados. Prevê-se, expressamente, a possibilidade de estes provocarem a aquisição das suas participações sociais, no caso de falta de oferta de aquisição pela sociedade dominante, bem como o direito de acção, seja para provocar e declarar a aquisição das participações sociais minoritárias, seja para reapreciar o valor da contrapartida oferecida, sempre que este seja julgado “insatisfatório” em face dos interesses dos titulares das participações sociais a adquirir.

27. As dúvidas em torno da legitimidade material da aquisição tendente ao domínio total têm menos acuidade em matéria de sociedades abertas ⁽¹²³⁾.

Para o efeito contribuirá a densificação do regime da contrapartida, bem como a simetria dos direitos potestativos, o que permite fundar a proporcionalidade da solução plasmada no CVM e a plena legitimidade da aquisição tendente ao domínio total, em matéria de sociedades abertas ⁽¹²⁴⁾.

⁽¹²³⁾ PAULO CÂMARA recorre ao argumento *ad maiorem* para fundar a sua tese, considerando que o regime consagrado representa “um aprimoramento da solução societária” e “um instrumento equilibrado de um sã governo societário”, *As operações de saída do Mercado*, cit., 182, e *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 826.

⁽¹²⁴⁾ Para uma fundamentação da proporcionalidade da figura e dos fundamentos subjacentes, cf. PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, cit., 177-183, e *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 822-827. O A. enfatiza a “simetria perfeita de posições jurídicas” e assenta a sua tese numa análise de custos impostos pela operação aos minoritários e benefícios reconhecidos ao accionista dominante, *ob. cit.*, 179. Na mesma linha de argumentação, cf. HUGO MOREDO SANTOS, que sublinha as notas estruturantes desta figura, a saber, a universalidade e a igualdade de tratamento, bem como a reciprocidade de mecanismos, *Aquisição tendente ao domínio total*, cit., 290, 330 e 394-398. Mais recentemente, conclui pela constitucionalidade das normas dos artigos 490.º do CSC e dos artigos 194.º a 196.º do CVM, CALVÃO DA SILVA, *Consignação em depósito*, cit., 378-382.

É, igualmente, relevante o facto de o processo regulado pelo CVM ser objecto de controlo e fiscalização pela entidade supervisora, a CMVM ⁽¹²⁵⁾. A figura está, pois, construída de forma mais equilibrada em sede de ofertas públicas de aquisição.

28. Pode, pelo exposto, concluir-se, fundamentadamente, pela validade da aquisição tendente ao domínio total, quer no contexto dos grupos de sociedades, quer no das ofertas públicas de aquisição.

A figura visa prosseguir desígnios gerais, relativos a necessidades e imperativos do contexto actual do Direito das sociedades comerciais e dos valores mobiliários, dando primazia, por isso, aos interesses da sociedade ou do sócio dominante, sem, no entanto, atentar, de forma desproporcionada ou iníqua contra os direitos dos minoritários ou dos titulares das acções remanescentes, o que consegue mediante a consagração de um regime equilibrado e a previsão de um leque de garantias.

§ 6.º CONCLUSÕES

I. O instituto da aquisição tendente ao domínio total não representa uma originalidade do Direito português, tendo consagração na generalidade dos ordenamentos jurídicos estrangeiros.

II. A aquisição potestativa de participações sociais está revista, entre nós, em sede de grupos de sociedades (cf. artigo 490.º do CSC), para as sociedades fechadas ao investimento do público, e em matéria de ofertas públicas de aquisição (cf. artigos 194.º a 197.º do CVM), para as sociedades abertas.

III. O procedimento subjacente a cada um dos núcleos normativos identificados é distinto e não assimilável, embora assente numa identidade de fins — a concentração accionista e a reestruturação

⁽¹²⁵⁾ A propósito, cf. PAULO CÂMARA, *As operações de saída do Mercado*, cit., 171.

societária — e em pressupostos aproximados — a titularidade de, pelo menos, 90% do capital social da sociedade visada, no regime constante do CSC; e a titularidade de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, para efeitos do CVM.

IV. A aquisição tendente ao domínio total determina uma transferência da propriedade das participações sociais, detidas pelos sócios minoritários e pelos titulares das acções remanescentes, não consentida e independentemente da vontade dos mesmos, ressalvada a hipótese de alienação potestativa.

V. O reconhecimento, aos sócios minoritários e aos titulares das acções remanescentes, do direito de alienação potestativa das respectivas participações sociais é um elemento determinante na composição equilibrada do regime normativo.

VI. O principal problema de regulamentação reside na disciplina da contrapartida devida aos sócios minoritários e aos titulares das acções remanescentes, em caso de aquisição ou de alienação potestativas. Esta é uma questão que já mereceu desenvolvimento qualificado no CVM, mas que ainda hoje é controversa, em face do CSC.

VII. Deve reconhecer-se, aos sócios minoritários, em face de uma oferta de contrapartida insatisfatória (cf. n.º 6 do artigo 490.º do CSC) ou não satisfatória (cf. n.º 2 do artigo 196.º do CVM), a faculdade de impugnação judicial, com fundamento na alegada insuficiência de valores.

VIII. Do regime consagrado no artigo 490.º do CSC não resulta apoio normativo para suportar a tese do reconhecimento, aos sócios minoritários, de um direito de exigir a apresentação de uma alternativa pecuniária, sempre que seja feita uma oferta de aquisição em espécie.

IX. A consignação em depósito constitui uma formalidade essencial à perfeição e plena validade do procedimento de aquisição tendente ao domínio total, podendo operar por simples depósito junto

de Instituição de Crédito, também no contexto da aquisição tendente ao domínio total prevista no artigo 490.º do CSC, não sendo exigível que a consignação siga os termos do processo judicial, previsto no CPC.

X. Não se vislumbram, à luz do regime normativo vigente, obstáculos à validade material ou legitimidade da figura da aquisição tendente ao domínio total. Não resultam, pois, quer do texto da Lei Fundamental, quer do Direito societário e dos valores mobiliários, impedimentos à plena eficácia do instituto.