



## Universidades Lusíada

Andrade, Ana Cristina Leite de

### O duplo requisito legal da aquisição potestativa no âmbito do regime mobiliário

<http://hdl.handle.net/11067/3595>

#### Metadata

**Issue Date** 2017

**Abstract** Resumo: A aquisição potestativa representa um direito impositivo e incontestável conferido ao sócio maioritário para adquirir as ações remanescentes. Por outro lado, ao sócio minoritário é conferido o direito de alienação potestativa enquanto direito correspondente, sendo que confere ao sócio minoritário o poder potestativo de alienar as suas participações sociais forçando o sócio maioritário à respetiva aquisição. Os direitos de aquisição e alienação potestativa encontram-se regulados no art....

Abstract: Squeeze-out represents a tax and incontrovertible right granted to the majority partner to acquire the remaining shares. On the other hand, the minority shareholder is granted the right of potential transference as a corresponding right, which confers on the minority partner the power to sell its shares by forcing the majority shareholder to acquire them. The rights of squeeze-out and sell-out are regulated in art. 490 of the Commercial Companies Code and in art. 194 of the Portugues...

**Keywords** Direito, Direito Comercial, Direito das sociedades, Aquisição potestativa

**Type** masterThesis

**Peer Reviewed** No

**Collections** [ULP-FD] Dissertações

This page was automatically generated in 2025-01-19T00:54:22Z with information provided by the Repository



**UNIVERSIDADE LUSÍADA DO PORTO**

**O DUPLO REQUISITO LEGAL DA AQUISIÇÃO  
POTESTATIVA NO ÂMBITO DO REGIME MOBILIÁRIO**

**Ana Cristina Leite de Andrade**

Porto, 31 de Março de 2017



**UNIVERSIDADE LUSÍADA DO PORTO**

**O DUPLO REQUISITO LEGAL DA AQUISIÇÃO  
POTESTATIVA NO ÂMBITO DO REGIME MOBILIÁRIO**

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito  
da Universidade Lusíada do Porto para a  
obtenção do grau de Mestre em Direito.

Área científica: Ciências Jurídico-Empresariais

Orientador: Prof. Doutor Luís Fernando  
Sampaio Pinto Bandeira

Porto, 31 de Março de 2017

## **Agradecimentos**

O caminho percorrido embora solitário para a elaboração deste trabalho só foi possível com o contributo de algumas pessoas, a quem expresso aqui o meu profundo agradecimento.

Ao Senhor Doutor Luís Bandeira, pelo conhecimento e sentido crítico que enquanto orientador aprimorou este trabalho.

Aos pais e irmãos, que sempre acreditaram em mim e tornaram possível a concretização do meu sonho.

Ao namorado Samuel, pelas palavras de força em todos os momentos, pois sem dúvida mostrou-me que tudo é possível, basta acreditar.

Aos meus bisavôs, em honra da sua memória.

À amiga Rachel, pela hospitalidade na cidade que outrora foi a minha morada.

Aos funcionários da Biblioteca da Universidade Lusíada do Porto, pela paciência e dedicação no desempenho das funções, mostrando-se sempre disponíveis para ajudar.

Não caminhamos sozinhos, mas recebemos daqueles que nos acompanham a força necessária para continuar a lutar e retribuímos em forma de orgulho pela alcançada e merecida vitória.

## Índice

Agradecimentos.....	I
Índice.....	II
Resumo.....	III
Abstract.....	V
Palavras-chave.....	VII
Lista de abreviaturas.....	VIII
Introdução.....	1
I - Aquisição potestativa.....	4
1.1 Conceito.....	4
1.2 Enquadramento histórico.....	11
1.3 O confronto de regimes em matéria de aquisição potestativa.....	17
II – Aquisição potestativa na União Europeia.....	21
2.1 <i>Report on the implementation of the Directive 2004/25/EC on takeover bids</i> .....	21
2.2 <i>Report of application of Directive 2004/25/EC on takeover bids</i> .....	24
2.3 O regime legal da aquisição potestativa no direito interno de Estados-membros.....	26
2.3.1 <i>El derecho de compraventas forzosas</i> no direito espanhol.....	26
2.3.2 <i>The right of squeeze-out</i> no direito britânico.....	28
2.3.3 <i>Le droit de retrait obligatoire</i> no direito francês.....	29
2.3.4 <i>Il diritto di acquisto</i> no direito italiano.....	31
2.3.5 <i>Ausschluss von Minderheitsaktionären</i> no direito alemão.....	32
III – O duplo requisito legal da aquisição potestativa.....	34
3.1 A imposição legal do duplo requisito face à transposição da Diretiva das OPA.....	40
3.2 A concretização do duplo requisito legal: (des) proteção do sócio minoritário.....	48
3.3 A não concretização do duplo requisito legal: problemas e soluções.....	58
IV - O caso Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.....	67
V - Apreciação crítica.....	73
Bibliografia.....	79
Anexo.....	84

## Resumo

A aquisição potestativa representa um direito impositivo e incontestável conferido ao sócio maioritário para adquirir as ações remanescentes. Por outro lado, ao sócio minoritário é conferido o direito de alienação potestativa enquanto direito correspondente, sendo que confere ao sócio minoritário o poder potestativo de alienar as suas participações sociais forçando o sócio maioritário à respetiva aquisição.

Os direitos de aquisição e alienação potestativa encontram-se regulados no art. 490.º do Código das Sociedades Comerciais e no art. 194.º do Código dos Valores Mobiliários. Porém, no âmbito deste estudo centramos a nossa análise no duplo requisito legal exigido para a realização da aquisição potestativa nos termos do art. 194.º do Código dos Valores Mobiliários constituído pelo lançamento da oferta pública de aquisição geral e pelo duplo critério percentual de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.

O duplo requisito legal representa nos dias de hoje uma preocupação para as sociedades e os sócios que assenta sobretudo na elevada exigência imposta pelo legislador português para o exercício do direito, particularmente devido ao duplo critério percentual que revela o requisito mais difícil de alcançar para exercer a aquisição potestativa que por conseguinte, pode condicionar o exercício do direito de alienação potestativa pois tratam-se de direitos dependentes.

Nesto contexto refletimos sobre três questões enquanto principais objetivos: *i)* será a solução adotada pelo legislador português no âmbito da transposição da Diretiva 2004/25/CE para o direito interno a situação mais adequada face às características das sociedades abertas? *ii)* no âmbito da realização do direito de aquisição potestativa o sócio minoritário possui garantias de proteção perante o ato expropriativo ou por outro lado, a realização do direito coloca em causa princípios fundamentais do sócio minoritário? *iii)* perante a não realização do duplo requisito legal, quais os problemas e as soluções?

No sentido de cumprir os objetivos enunciados analisamos as situações previstas no n.º 2 do art. 15.º da Diretiva 2004/25/CE de modo a averiguar qual a situação mais adequada no ordenamento jurídico português face às particularidades atuais das sociedades abertas. A mesma análise é efetuada no âmbito de alguns Estados-membros, em particular a Espanha, a França, a Itália, o Reino Unido e a Alemanha de modo a averiguar o grau de adequação do duplo requisito legal face às particularidades do direito interno de cada

Estado. Em seguida, refletimos sobre as garantias previstas na lei conferidas ao sócio minoritário aquando da realização da aquisição potestativa de modo a averiguar se as garantias protegem de forma absoluta ou relativa o sócio minoritário perante o direito impositivo de aquisição potestativa. Finalmente, damos conta dos problemas inerentes à sociedade e aos sócios resultantes da não realização do duplo requisito legal, bem como expomos a soluções legais e apresentamos propostas para solucionar os problemas.

Os objetivos anunciados são aplicados num caso real, mais precisamente o caso Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A. (Maio de 2012), que suscita a questão da não realização do duplo requisito legal e por conseguinte, a desproteção do sócio minoritário devido à posição assumida pelo legislador no que respeita ao duplo requisito legal para exercer os direitos de aquisição e alienação potestativa.

A problemática do duplo requisito legal da aquisição potestativa assenta sobretudo na questão do duplo critério percentual pela exigência e complexidade que gera em todo o processo. Neste sentido, propomos uma mudança da posição assumida pelo legislador na regulação do duplo requisito legal para exercer o direito de aquisição potestativa. Ainda, propomos uma revisão das normas comunitárias e por conseguinte, uma revisão a nível interno de modo a proteger o sócio minoritário dando-lhe autonomia na realização do direito de alienação potestativa ou a consagração de outros direitos similares.

## Abstract

Squeeze-out represents a tax and incontrovertible right granted to the majority partner to acquire the remaining shares. On the other hand, the minority shareholder is granted the right of potential transference as a corresponding right, which confers on the minority partner the power to sell its shares by forcing the majority shareholder to acquire them.

The rights of squeeze-out and sell-out are regulated in art. 490 of the Commercial Companies Code and in art. 194 of the Portuguese Securities Code. However, in the scope of this study we focus our analysis on the double legal requirement required for the realization of the squeeze-out under the terms of art. 194 of the Securities Code consisting of the launch of the general takeover bid and the double percentage criterion of 90% of the voting rights corresponding to the share capital and 90% of the voting rights covered by the offer.

The double legal requirement today represents a concern for companies and partners, which is based mainly on the high requirement imposed by the Portuguese legislator for the exercise of the right, particularly due to the double percentage criterion that reveals the most difficult requirement to achieve in order to exercise the squeeze-out can, therefore, condition the exercise of the right of potential divestment since they are dependent rights.

In this context, we reflect on three questions as the main objectives: *i)* is the solution adopted by the portuguese legislator in the context of the transposition of Directive 2004/25/EC into national law the most appropriate situation in view of the characteristics of public companies? *ii)* in the scope of the realization of the right squeeze out the minority partner has guarantees of protection before the expropriation act or, on the other hand, the realization of the right questions fundamental principles of the minority partner? *iii)* before the double legal requirement is not implemented, what are the problems and the solutions?

In order to fulfill the stated objectives, we analyze the situations provided for in no. 2 of art. 15 of Directive 2004/25/EC in order to find out what is the most appropriate situation in the portuguese legal system in view of the current particularities of public companies. The same analysis is carried out in a number of Member States, in particular Spain, France, Italy, the United Kingdom and Germany in order to ascertain the adequacy of the double legal requirement in the light of the specific features of the national law of each Member State. Next, we reflect on the guarantees provided by law to the minority



partner when making the vesting in order to determine whether the guarantees protect the minority partner in absolute or relative terms against the squeeze-out right. Finally, we give an account of the problems inherent to the company and the partners resulting from the non-fulfillment of the double legal requirement, as well as exposing legal solutions and presenting proposals to solve the problems.

The announced objectives are applied in a real case, namely the case Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, SA (May 2012), which raises the question of the non-fulfillment of the double legal requirement and, therefore, the lack of protection of the minority partner due to the position assumed by the legislator in relation to the double legal requirement to exercise the rights of squeeze-out and sell-out.

The problematic of the double legal requirement of squeeze-out is based mainly on the question of the double percentage criterion for the requirement and complexity that generates throughout the process. In this sense, we propose a change of the position assumed by the legislator in the regulation of the double legal requirement to exercise the right of squeeze-out. Still, we propose a revision of the community rules and therefore an internal revision in order to protect the minority partner by giving him autonomy in the realization of the right of sell-out or the consecration of other similar rights.

## **Palavras-chave**

Aquisição potestativa; aquisição tendente ao domínio total; alienação potestativa; sociedade aberta; oferta pública geral; duplo critério percentual; sócio minoritário; sócio majoritário; Diretiva das OPA

## Lista de abreviaturas

Art. – Artigo

CódMVM – Código do Mercado dos Valores Mobiliários (Decreto-lei n.º 142-A/91 de 10 de Abril)

CEE – Comunidade Económica Europeia

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CPC – Código do Processo Civil (Lei n.º 41/2013, de 26 de Junho)

CRP – Constituição da República Portuguesa (Decreto de 10 de Abril de 1976)

CVM – Código dos Valores Mobiliários (Decreto-lei n.º 486/99, de 13 de Novembro)

Diretiva da Transparência - Diretiva n.º 2004/109/CE (JOUE L390 de 31.12.2004)

Diretiva das OPA - Diretiva n.º 2004/25/CE (JOUE L142 de 30.04.2004)

Diretiva de Execução – Diretiva n.º 2007/14/CE (JOUE L69 de 9.03.2007)

EUA – Estados Unidos da América

*LMV - Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores*

*LSC - Ley de Sociedades de Capital (BOE, núm. 161, de 03/07/2010)*

OA – Oferta de aquisição

OPA – Oferta Pública de Aquisição

*RGAMF - Règlement Général de L'Autorité des Marchés Financiers*

ROC – Revisor oficial de contas

Seg. - seguinte

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

TCA – Tribunal Central Administrativo

TRE – Tribunal da Relação de Évora

TRL – Tribunal da Relação de Lisboa

TRP – Tribunal da Relação do Porto

*TUF - Testo Unico della Finanza (Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)*

UE – União Europeia

*WpÜG - Wertpapiererwerbs - und Übernahmegesetz (20.12.2001 BGBl. I S. 3822)*

## **Introdução**

A presente tese de mestrado tem como finalidade o estudo e esclarecimento dos requisitos legais exigidos para a realização da aquisição potestativa nos termos do art. 194.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM).

Segundo o disposto nos termos do art. 194.º do CVM o direito de aquisição potestativa é conferido ao sócio maioritário mediante o preenchimento de um duplo requisito legal constituído pelo lançamento de uma OPA geral e por um duplo critério percentual de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.

No âmbito do presente estudo pretendemos refletir sobre a exigência imposta pelo legislador na disposição dos referidos requisitos para realizar o direito de aquisição potestativa. Ainda, decorre da reflexão pretendida a análise do direito de alieação potestativa enquanto direito correspondente conferido ao sócio minoritário enquanto mecanismo de proteção perante a execução de um direito impositivo como o direito de aquisição potestativa.

A problemática em análise insere-se no âmbito do Direito dos Valores Mobiliários, embora o direito de aquisição potestativa previsto nos termos do art. 194.º do CVM surge no direito interno português por adaptação em relação ao regime de aquisição tendente ao domínio total nos termos do art. 490.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC) que integra o Direito Comercial.

A escolha do tema justifica-se pela dificuldade que a realização do direito de aquisição potestativa representa para as sociedades e os sócios. Tal dificuldade assenta sobretudo devido a implicações legislativas, como a entrada em vigor da Diretiva 2004/25/CE que implicou mudanças significativas no direito interno com o aditamento de um critério percentual no que respeita aos requisitos legais enunciados anteriormente e ainda, por implicações económicas, devido à crise económico-financeira na Europa, em especial em Portugal que provocou uma alteração significativa na estrutura societária das sociedades em Portugal. As referidas implicações colocam em causa a vivência societária, bem como os direitos dos sócios, em especial o direito de propriedade privada e liberdade económica inerente ao sócio minoritário que através de um ato expropriativo é privado do exercício dos seus direitos, extinguindo-se o seu direito de propriedade das participações detidas da sociedade visada em prol de uma contrapartida justa.

O presente estudo assenta essencialmente na análise do duplo requisito legal, em particular o duplo critério percentual, pois representa o requisito que incita à formulação de algumas das questões ao longo do estudo. Uma vez que representa o requisito mais exigente, que por vezes dificulta a realização do direito de aquisição potestativa e por conseguinte, o direito de alienação potestativa por tratar-se de um direito que depende dos requisitos impostos para a realização da aquisição potestativa.

Neste sentido, a exigência do duplo requisito legal na aquisição potestativa nos termos do art. 194.º do CVM leva-nos a refletir sobre diversas questões. A regulação legal dos requisitos para realizar a aquisição potestativa é adequada? Existe a possibilidade de impor outros requisitos para realizar o direito? O direito de aquisição potestativa e o direito de alienação potestativa devem constituir direitos potestativos? O direito de aquisição potestativa fere direitos constitucionais? O sócio minoritário goza de uma proteção relativa ou absoluta com a realização dos direitos de aquisição e alienação potestativa? Quais as soluções legais e quais as propostas de soluções passíveis de ser adotadas perante a não concretização dos requisitos legais exigidos para realizar o direito de aquisição potestativa? Estas constituem as questões que pretendemos responder com o desenvolvimento deste estudo.

A análise do problema enunciado referente ao duplo critério percentual quanto à sua escolha e consagração legal permite-nos dividir o presente estudo em cinco capítulos. Inicialmente, no Capítulo I pretendemos apresentar o conceito de aquisição potestativa e alienação potestativa em dois preceitos distintos, o art. 490.º do CSC que dita o surgimento do regime da aquisição potestativa no âmbito do direito interno português e o art. 194.º do CVM que constitui o preceito objeto de estudo. Assim, tendo em conta o art. 194.º do CVM expomos o enquadramento histórico do direito de aquisição potestativa dando conta das sucessivas modificações e de que forma contribuíram para a consagração legal atual no direito interno, tendo em conta as influências comunitárias. Por fim, confrontamos ambos os preceitos no que concerne às particularidades existentes em matéria de aquisição potestativa.

Em seguida, no Capítulo II pretendemos analisar os relatórios elaborados pela Comissão Europeia devido à transposição da Diretiva 2004/25/CE que ditou várias modificações legislativas nos Estados-membros no que respeita à matéria da oferta pública de aquisição, em especial a matéria da aquisição e alienação potestativa. Neste ponto cumpre apresentar os regimes jurídicos de alguns Estados-membros, como a Espanha, a

França, a Itália, o Reino Unido e a Alemanha que evidenciam tais modificações quanto à matéria da aquisição potestativa.

No âmbito do Capítulo III refletimos sobre o duplo requisito legal no direito interno e nos ordenamentos jurídicos analisados em que pretendemos averiguar o grau de exigência face aos requisitos legais exigidos para a realização da aquisição potestativa tendo em conta a posição adotada pelo legislador, bem como as particularidades do regime jurídico em que se inserem. Ainda, pretendemos refletir sobre as questões apresentadas anteriormente que surgem no âmbito da problemática referida que agrupamos em três questões fundamentais. A primeira questão prende-se com a posição assumida pelo legislador face à transposição da Diretiva 2004/25/CE referente à matéria da oferta pública de aquisição que traduz o aumento do grau da exigência do duplo requisito com a entrada em vigor do critério referente à obtenção de 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta que compõe o segundo critério percentual. Em seguida, coloca-se a questão de saber se a realização do direito de aquisição potestativa implica para o sócio minoritário um instituto de desproteção uma vez que está em causa a saída deste da sociedade de forma expropriativa tal como consideram alguns autores portugueses ou de proteção, na medida em que estão assegurados os direitos ao sócio minoritário para abandonar a sociedade de forma justa e adequada. Finalmente, a terceira questão justifica-se com os problemas que podem surgir da não concretização da aquisição potestativa inerentes à sociedade e aos sócios majoritários ou minoritários, bem como as soluções passíveis de serem adotadas previstas na lei ou propostas no âmbito da presente investigação de forma a solucionar tais problemas.

No Capítulo IV analisamos o caso Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A em que pretendemos expor sumariamente os factos de modo a evidenciar a relevância do caso para o tema em estudo. Por outro lado, pretendemos apresentar soluções para resolver o caso.

Finalmente, no Capítulo V apresentamos uma apreciação crítica sobre as questões que desenvolvemos ao longo deste estudo.

No âmbito deste estudo escolhemos um método indutivo. Assim, para a elaboração do presente trabalho, irá ser analisada a doutrina, essencialmente nacional como obras, artigos de revistas, teses e monografias, não descurando para efeitos de análise deste estudo referências à doutrina estrangeira, bem como a lei e a jurisprudência nacional.

## I - Aquisição potestativa

### 1.1 Conceito

A aquisição potestativa constitui um direito impositivo, incontestável e forçado no âmbito de uma participação massiva para adquirir as ações remanescentes. Por outro lado, ao sócio minoritário enquanto sujeito submetido ao exercício de um direito expropriativo como o direito de aquisição potestativa em que o sócio minoritário não detém qualquer poder de decisão é conferido por força de lei um direito correspondente, mais precisamente o direito de alienação potestativa que permite ao sócio minoritário forçar o sócio maioritário a adquirir as respetivas ações remanescentes.

O direito de aquisição potestativa surge regulado no direito interno nos termos do art. 490.º do CSC, sendo mais tarde adaptado o seu conceito nos termos do art. 194.º do CVM. Neste sentido, para efeitos deste estudo designamos regime societário como o regime de *aquisição tendente ao domínio total* nos termos do art. 490.º do CSC e regime mobiliário como o regime de *aquisição potestativa* nos termos do art. 194.º do CVM. A designação de regimes efetuada permite algumas considerações como os requisitos legais necessários para a realização da aquisição potestativa, a classificação da sociedade como aberta ou fechada e ainda, a conceitualização utilizada na epígrafe de ambos os preceitos legais e quanto aos sujeitos objeto da relação jurídica.

O exercício do direito de aquisição potestativa em ambos os regimes é voluntário, sendo tal consideração claramente evidenciada pelo texto da lei com a designação “pode” que consiste num processo de concentração, de modo a reunir num sócio único ou grupos de sociedades os benefícios que o domínio total acarreta, tais como a tomada de decisões e a distribuição dos lucros.

Porém, o exercício do direito encontra-se sujeito à concretização de determinados requisitos legais. No regime societário constitui requisito legal a detenção de *quotas ou ações correspondentes a pelo menos 90% do capital de outra sociedade* (art. 490.º do CSC), por outro lado, no regime mobiliário constituem requisitos legais o *lançamento de uma OPA geral* e a obtenção de um duplo critério percentual *de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta* (art. 194.º do CVM).

A dicotomia existente entre regimes em matéria de aquisição potestativa justifica-se pela classificação da sociedade como sociedade aberta<sup>1</sup> ou sociedade fechada. A sociedade aberta consiste numa sociedade com o capital aberto ao investimento do público, sendo a qualidade de sociedade aberta adquirida através das situações enunciadas no art. 13.º n.º 1 do CVM.

O capital representa o fator de qualificação de uma sociedade enquanto sociedade aberta ou sociedade fechada, sendo que a sociedade é fechada quando o capital não se encontra sujeito ao investimento do público. Com efeito, no âmbito mobiliário o art. 194.º do CVM consagra o direito de aquisição potestativa conferido ao sócio maioritário no âmbito de uma sociedade aberta e no regime societário o art. 490.º do CSC regula o direito de aquisição potestativa conferido à sociedade dominante no âmbito de uma sociedade fechada.

A classificação da sociedade como sociedade aberta ou sociedade fechada importa para efeitos da legislação aplicável, bem como da entidade reguladora. A sociedade considerada aberta em matéria de aquisição potestativa encontra-se sob a supervisão da entidade reguladora - a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Assim, cumpre à CMVM a tarefa de escrutínio das operações efetuadas pelas sociedades abertas em matéria de valores mobiliários com o intuito de motivar a transparência do mercado financeiro e garantir a segurança para os investidores.

O direito de aquisição potestativa nos referidos regimes é apresentado com conceitos diferentes no âmbito das respetivas epígrafes, em que o regime societário nos termos do art. 490.º do CSC menciona o direito como a *aquisição tendente ao domínio total* e o regime mobiliário nos termos do art. 194.º do CVM dispõe o direito como a *aquisição potestativa*. Tal diferenciação implica algumas considerações sobre o âmbito de aplicação de forma a justificar tal conceito, porém importa ressaltar que representam ambas o direito de aquisição potestativa entendido como o direito conferido ao sócio maioritário para adquirir as participações sociais remanescentes.

---

<sup>1</sup> A regulação do conceito de sociedade aberta surge no direito interno com a entrada em vigor do Código dos Valores Mobiliários tal como dispõe o art. 7.º do DL n.º 486/99 de 13 de Novembro, em que as expressões «*sociedade de subscrição pública*» e «*sociedade com subscrição pública*», utilizadas em qualquer lei ou regulamento, consideram-se substituídas pela expressão «*sociedade com o capital aberto ao investimento do público*» com o sentido que lhe atribui o artigo 13.º do Código dos Valores Mobiliários.

A autora Paula Costa e Silva considera que *é aberta a sociedade cujo capital pode ser subscrito ou adquirido pelo público, direta ou indiretamente, e desde que esse público seja constituído por pessoas residentes ou com estabelecimento em Portugal* (Silva, 2004:330). O disposto constitui o conceito seguido por nós para definir o instituto de sociedade aberta.



No âmbito societário o art. 490.º integra a Secção I (*Grupos constituídos por domínio total*), do Capítulo III (*Sociedades em relação de grupo*), do Título VI (*Sociedades coligadas*) do Código das Sociedades Comerciais.

O preceito societário apresenta como epígrafe *aquisições tendentes ao domínio total*, isto significa que no âmbito societário é pretendido o favorecimento da *formação de um grupo de sociedades em sentido próprio, em que a anexação constitui, a par do contrato de subordinação, um instrumento de organização jurídica do grupo* (Trigo, 1991:79). Desta forma, o legislador *ponderou os interesses subjacentes à manutenção de uma situação que, possivelmente, não servirá a sociedade dominante nem os sócios minoritários da dominada* (Raposo, 1997:11), o que significa que a aquisição tendente ao domínio total corresponde a um mecanismo tendente a evitar perturbações no seio da sociedade para ambas as partes através da constituição de um grupo de sociedades.

Em suma, *a aquisição tendente ao domínio total consiste numa técnica conducente à constituição de uma relação de domínio total superveniente, visando, nomeadamente, permitir a concentração do capital social através da constituição de um grupo de sociedades* (Sá, 2009:160). Com efeito, o preceito societário refere-se a relações de grupo que se estabelecem entre sociedades, que no caso da aquisição tendente ao domínio total corresponde uma relação de domínio superveniente, uma vez que é necessário que o sócio maioritário preencha determinados requisitos para adquirir o domínio total da sociedade.

A aquisição tendente ao domínio total consiste numa proposta para adquirir as ações remanescentes da sociedade visada, efetuada por uma sociedade que disponha de quotas ou ações correspondentes a pelo menos 90% do capital de outra sociedade, mediante *uma contrapartida em dinheiro ou nas suas próprias quotas, ações ou obrigações sendo fixada por um ROC independente* (art. 490.º n.º 2 do CSC).

O direito de aquisição deve ser exercido por uma sociedade, em que o n.º 1 do art. 481.º do CSC dispõe que o Título VI *aplica-se a relações que entre si estabeleçam sociedades por quotas, sociedades anónimas e sociedades em comandita por ações*, ficando assim excluídas as sociedades em nome coletivo, as sociedades em comandita simples e as sociedades civis. Ainda, o legislador consagra no n.º 2 do referido artigo que a aplicação do Título VI corresponde apenas a sociedades em que ambas possuam sede em Portugal, salvo as exceções referidas nas diversas alíneas.

No âmbito da lei societária não constitui pressuposto a realização de uma operação antecedente, sendo apenas exigido como pressuposto a detenção de 90% do capital social da sociedade visada. Finalmente, o processo inicia-se com a comunicação do facto por

parte da sociedade dominante aos sócios livres *nos trinta dias seguintes àquele em que for atingida a referida participação* (art. 490.º n.º 1 do CSC).

Por outro lado, o preceito mobiliário apresenta como epígrafe *aquisição potestativa*, cuja designação resulta de influências comunitárias. No regime societário pretende-se a formação de um grupo de sociedades, ao passo do que acontece no regime mobiliário em que se pretende a concentração do poder num único sócio.

A aquisição potestativa no âmbito mobiliário consiste numa proposta para adquirir as ações remanescentes da sociedade visada, decorrente do lançamento de uma OPA geral, efetuada por quem preencha dois critérios quantitativos fundamentais, mais precisamente atingir ou ultrapassar diretamente ou indiretamente através de uma imputação dos direitos de voto, 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, mediante uma contrapartida justa em dinheiro.

Decorre do conceito apresentado de aquisição potestativa no âmbito mobiliário a disposição do duplo requisito legal que consiste por um lado, no lançamento de uma OPA geral e por outro lado, a obtenção de um duplo critério percentual.

A OPA geral constitui o primeiro requisito legal e consiste numa proposta de aquisição dirigida a todos os titulares de valores mobiliários tendo como objeto a totalidade das suas ações e demais valores mobiliários. Os resultados obtidos no âmbito da oferta de aquisição geral são determinantes para o sucesso ou insucesso da aquisição potestativa, uma vez que os resultados obtidos na primeira operação constituem os valores a considerar para a realização da aquisição do domínio total da sociedade.

O segundo requisito constituído pela dupla percentagem de 90% comporta o carácter exigente imposto pelo legislador por força de influências comunitárias, uma vez que o principal motivo para o insucesso de uma aquisição potestativa em alguns casos prende-se com o facto de não atingir um dos valores quantitativos essenciais.

O sócio dominante tem um prazo de três meses a contar do apuramento dos resultados da oferta de aquisição geral para exercer o seu direito, sendo que decorrido o prazo o direito caduca. O processo de aquisição potestativa inicia-se com a publicação de um anúncio preliminar que deve ser enviado à CMVM para efeitos de registo (art. 194.º n.º 3 do CVM), tendo que depositar a contrapartida justa em dinheiro junto de uma *instituição de crédito à ordem dos titulares das ações remanescentes* (art. 194.º n.º 5 do CVM).

A doutrina entende que *as aquisições tendentes ao domínio total ou potestativas estão associadas a um processo concentracionístico que tem normalmente o seu início com a*

*aquisição de uma participação maioritária (relação de domínio) e são precisamente um instrumento que o legislador fornece para facilitar o domínio total, quer em direito comum das sociedades, quer nas sociedades abertas (Almeida A. P., 2008:518).*

A intenção de domínio é mais evidente no regime mobiliário, sendo deste modo justificado pelo carácter exigente de requisitos legais em relação às sociedades abertas. Tal intenção assenta sobretudo nos efeitos da aquisição potestativa no regime mobiliário, em que o sócio dominante pretende minimizar as exigências inerentes às sociedades abertas, libertar o sócio minoritário da permanência na sociedade como refém destituído de qualquer influência e ainda, a saída da sociedade do mercado com a perda da qualidade da sociedade aberta, que como veremos adiante pode constituir um problema e/ou solução para a não concretização dos requisitos para a constituição da aquisição potestativa enquanto efeito da aquisição potestativa.

Finalmente, importa ressaltar no âmbito da análise dos regimes apresentados as designações utilizadas quanto aos sujeitos na relação jurídica. No regime societário o legislador refere *sociedade dominante* como o titular da maioria das participações sociais da sociedade visada e refere como *sócio livre* o titular das participações sociais remanescentes. Por outro lado, no regime mobiliário o legislador refere *sócio dominante* como o detentor da maioria das participações sociais da sociedade visada e refere *titulares das ações remanescentes* como o detentor das participações sociais remanescentes. Com efeito, no regime societário apenas é conferido o direito de aquisição potestativa ao sujeito enquanto sociedade, ficando excluída a hipótese de exercer o direito por parte de uma pessoa singular, por outro lado, no regime mobiliário o direito pode ser exercido por uma pessoa coletiva ou singular. Ao longo do presente estudo designamos como *sócio maioritário* o detentor da maioria das participações sociais em ambos os regimes e como *sócio minoritário* o titular das participações sociais remanescentes.

A aquisição potestativa implica em ambos os regimes o direito correspondente de alienação potestativa. O direito de alienação potestativa constitui um direito conferido ao sócio minoritário de alienar as suas participações sociais, no caso de uma proposta ao sócio minoritário considerada insatisfatória ou perante a falta da mesma, sendo que está regulado no art. 490.º n.º 6 do CSC e no art. 196.º do CVM.

No âmbito mobiliário o atual código dispõe no texto preambular que *ao direito de aquisição potestativa (artigo 194.º) corresponde um direito simétrico de alienação potestativa dos acionistas minoritários (artigo 196.º)*. Porém, a doutrina entende que a alteração legislativa operada pelo Decreto-lei n.º 219/2006 ditou a *autonomização do*

*direito de alienação potestativa em relação ao direito de aquisição potestativa e que o CSC manteve a sua posição em que estabelece um regime de reciprocidade simétrico e sucessivo para a alienação potestativa* (Almeida, 2011:633).

No art. 196.º do CVM referente ao direito de alienação potestativa concedido a cada um dos titulares das ações remanescentes no âmbito do direito mobiliário, o texto da norma não é claro na medida em que não apresenta o limiar percentual das ações consideradas remanescentes. Desta forma, entendemos que os valores percentuais que devem ser tidos em conta constam do art. 194.º do CVM uma vez que existe uma remissão por parte do art. 196.º do CVM. Quer isto dizer que o oferente deve atingir ou ultrapassar valores percentuais de 90% no âmbito do duplo critério percentual para que os restantes sócios consigam alienar as suas participações sociais.

No âmbito do regime mobiliário o direito de aquisição potestativa é realizado pelo oferente que atinge uma posição maioritária na sociedade, tendo como destinatário o sócio minoritário titular das ações remanescentes, por outro lado, o direito de alienação potestativa é realizado pelo titular das ações remanescentes dirigido ao sócio que detém uma posição maioritária. Quer isto dizer, que a realização tanto do direito de aquisição como alienação potestativa implica por maioria de razão a concretização do direito correspondente. Tais considerações levam-nos a afirmar que o direito de alienação potestativa não pode ser considerado um direito autónomo, uma vez que a sua concretização não está independente do direito de aquisição potestativa, na medida em que depende do lançamento de uma OPA geral tal como o direito de aquisição potestativa e ainda, dos valores percentuais alcançados pelo oferente que implica necessariamente os requisitos para a realização da alienação potestativa.

No âmbito societário o direito de alienação potestativa é conferido pelo sócio livre que perante a falta da oferta ou sendo esta considerada insatisfatória requer ao tribunal a aquisição forçada das participações sociais remanescentes inerente à sociedade dominante.

Desta forma, podemos afirmar que a falta da oferta ou sendo esta considerada insatisfatória implica no regime societário um requerimento junto do tribunal, ao contrário do que acontece no regime mobiliário em que o sócio minoritário apresenta um requerimento junto da CMVM substituindo assim o requerimento junto do tribunal.

No âmbito mobiliário o direito de alienação potestativa poderá ser exercido no prazo de três meses após o apuramento dos resultados da OPA geral (art. 196.º n.º 1 do CVM) por outro lado, no âmbito societário a ação deve ser proposta num prazo de trinta dias após o termo do momento da falta de oferta ou sendo esta insatisfatória (art. 490.º n.º 6 do CSC).

O titular das ações remanescentes nos termos do art. 194.º do CVM para exercer o seu direito deve apresentar uma declaração perante a CMVM acompanhada de um documento em que comprova a consignação em depósito ou de bloqueio das ações a alienar, bem como a indicação da contrapartida justa. O direito torna-se eficaz verificados os requisitos pela CMVM e a respetiva notificação por parte desta última ao sócio dominante (art. 196.º n.ºs 2 e 3 do CVM). Por outro lado, o sócio livre apresenta um requerimento junto do tribunal para que o mesmo *declare as ações ou quotas como adquiridas pela sociedade dominante desde a proposição da ação, fixe o seu valor em dinheiro e condene a sociedade dominante a pagar-lho* (art. 490.º n.º 6 do CSC).

O direito de aquisição potestativa no âmbito do regime jurídico português é fortemente influenciado por outros ordenamentos jurídicos e em particular pela legislação comunitária.

Desta forma, a Diretiva n.º 2004/25/CE de 21 de Abril de 2004 (doravante designada por Diretiva das OPA) regula a matéria da aquisição potestativa no art. 15.º, tendo o n.º 2 a seguinte redação:

*2. Os Estados-Membros asseguram que o oferente possa exigir que todos os titulares dos valores mobiliários remanescentes lhe transmitam esses valores mobiliários com base num preço justo. Os Estados-Membros devem estabelecer este direito em uma das situações seguintes:*

*a) o oferente detenha valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital com direito de voto e 90% dos direitos de voto da sociedade visada;*

*ou*

*b) o oferente tenha adquirido ou celebrado um contrato firme para adquirir, na sequência da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital da sociedade visada com direito de voto e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.*

*No caso previsto na alínea a), os Estados-Membros podem estabelecer um limiar mais elevado, mas nunca superior a 95% do capital com direito de voto e 95% dos direitos de voto.*

No momento da entrada em vigor da Diretiva das OPA o legislador português já contemplava a matéria da aquisição potestativa no art. 194.º do CVM. Porém, na versão originária o CVM regulou o regime da aquisição potestativa segundo o disposto na lei societária nos termos do art. 490.º do CSC.

Mais tarde, com a influência comunitária por parte da Diretiva das OPA o critério percentual que integra o segundo requisito legal para realizar a aquisição potestativa, mais precisamente o critério percentual de 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta constitui o critério percentual de distinção entre regimes.

Com efeito, tendo em conta o disposto no art. 15.º da Diretiva das OPA verificamos que o legislador português perante a transposição da diretiva para o ordenamento interno optou pela alínea b).

A Diretiva das OPA assume a maior importância no contexto do direito interno português no que respeita ao duplo requisito legal da aquisição potestativa no regime mobiliário, uma vez que a constituição do duplo requisito legal apresentado resulta do texto comunitário devido à adição de um critério percentual. No próximo capítulo será analisado o impacto da Diretiva das OPA no âmbito da aquisição potestativa nos restantes Estados-membros, em particular as modificações efetuadas perante a imposição das diretrizes que constam da diretiva.

O conceito atual de duplo requisito legal para a realização da aquisição potestativa no regime mobiliário sofreu alterações ao longo dos tempos que importa analisar em seguida.

## **1.2 Enquadramento histórico**

O fenómeno da oferta pública de aquisição surgiu nos finais dos anos 40 no Reino Unido e nos Estados Unidos da América.

O aparecimento do fenómeno das OPA no Reino Unido foi motivado por uma política protecionista em matéria de distribuição de dividendos, em que a carga fiscal que atingia as sociedades durante e após a guerra era manifestamente superior sobre os lucros distribuídos do que sobre os não distribuídos. Além disso, entendia-se que as sociedades não estavam a ser eficientemente dirigidas, o que também contribuiu para a vulnerabilidade das sociedades em relação ao *takeover*, entendido como a *operação de tomada de controlo das sociedades, através de outras sociedades ou de pessoas singulares* (Menezes Cordeiro, 1994:761). A década de 50 ficou marcada pela hostilidade existente entre os dirigentes da sociedade visada e o oferente, o que dava lugar a *verdadeiras batalhas* (Garcia, 1995:22).

As várias circunstâncias enunciadas traduziram a necessidade de regular a matéria das OPA, sendo que no Reino Unido surge o *City Code* que contemplava a *igualdade de*

*tratamento de todos os acionistas, sendo que aqueles que diariamente controlam a aplicação do código devem explicar (o código) como deve ser interpretado em cada situação e ainda, o espírito do código é mais importante do que a sua letra* (Garcia, 1995:24).

Nos EUA a técnica da OPA designada por *tender offers*, ou por *Saturday night specials* resultou no diploma legal – Williams Act de 1968, que *consagra deveres informativos e processuais sobre quem lança a oferta ou não dos títulos, sem que sobre eles haja qualquer tipo de pressão para vender ou, por outro lado, qualquer falta de informação*. Ainda, este sistema apresenta *normas imperativas* em favor dos acionistas da sociedade afetada que *lhes conferem uma proteção substantiva mínima, (...) bem como a garantia da contrapartida mínima* (Mendonça, 2004:64).

Todavia, como refere a doutrina *o mercado dos Estados Unidos não consagra o sistema de OPA obrigatória, deixando na livre disponibilidade dos oferentes a definição do número de valores mobiliários que pretende adquirir, ou a definição dos acionistas a quem serão celebrados os contratos com vista à aquisição desses títulos, seja através da compra ou da troca* (Mendonça, 2004:64).

A regulamentação em matéria das OPA no Reino Unido e EUA surgiu devido à existência de *takeovers* hostis, em que não existia um acordo entre a administração da sociedade alvo e o oferente da oferta visada.

Na verdade, em Portugal o legislador antecipou a regulamentação em matéria das OPA de modo a evitar os abusos conhecidos nos ordenamentos jurídicos que regulam a matéria.

O Decreto-lei n.º 429/83 de 13 de Dezembro constitui o primeiro diploma que regula a matéria das OPA, sendo que a sua realização dependia de uma autorização prévia expressa pelo Ministro das Finanças.

O referido decreto-lei menciona no preâmbulo a publicação esperada de um código das sociedades que visa contemplar e regular a matéria das OPA's, o que se verificou em 1986 com a entrada em vigor do Decreto-lei n.º 262/86 de 2 de Setembro que aprovou o Código das Sociedades Comerciais.

O CSC consagra a aquisição tendente ao domínio total no art. 490.º, sendo que no âmbito da sua versão originária merece destacar a necessidade de lavrar escritura pública. A escritura pública consiste na declaração da aquisição das participações decorridos 60 dias da declaração de proposta por parte da sociedade dominante com o intuito de tornar-se titular das ações ou quotas pertencentes aos sócios livres da sociedade dependente. Ainda,

a escritura comporta determinadas condições, em que merece destacar o requisito de a sociedade consignar em depósito a contrapartida que incumbe aos sócios livres. A necessidade de escritura pública desaparece com a mudança legislativa efetuada pelo Decreto-lei n.º 76/2006 de 29 de Março.

A integração de Portugal na CEE ditou a necessidade de repensar, reestruturar e modernizar o mercado de valores mobiliários de modo a acompanhar os restantes membros devido à inauguração de um mercado único europeu. Com efeito, o enquadramento normativo em Portugal em matéria de valores mobiliários é influenciado pelos países mais desenvolvidos neste domínio.

Na ordem jurídica portuguesa surge o Decreto-lei n.º 142-A/91 de 10 de Abril que aprovou o Código do Mercado de Valores Mobiliários (abreviadamente designado por CódMVM) enquanto diploma que pretende evidenciar a necessidade de repensar e reestruturar o mercado de valores português e apresenta princípios estruturantes da reforma pretendida, como a autonomia dos mercados de valores mobiliários em relação ao poder político.

Com efeito, vimos anteriormente que a transação da oferta pública dependia de autorização prévia do Ministro das Finanças, cujo requisito desaparece com a entrada em vigor do CódMVM com a criação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários enquanto organismo de índole pública, dotado de autonomia em relação ao Ministério das Finanças.

Em 1991, o CódMVM torna-se a principal fonte normativa das OPA, sendo que consagra a oferta pública de aquisição no Capítulo I (*Das ofertas públicas de aquisição*), do Título IV (*Das ofertas públicas de transação*) nos arts. 523.º a 584.º.

No referido diploma o legislador contempla de forma inovadora a obrigatoriedade do lançamento de uma oferta geral nos termos do art. 528.º do CódMVM <sup>2</sup>.

Porém, consideramos que a inovação imposta pelo legislador apenas regula duas situações que correspondem a OPA obrigatórias o que nos leva a considerar que o instituto da aquisição potestativa tal como o definimos anteriormente não é contemplado no âmbito

---

<sup>2</sup> O n.º 1 do art. 528.º do CódMVM refere a situação em que ocorre o dever de lançamento de uma oferta pública geral de aquisição de todas as ações e demais valores mobiliários por parte de uma pessoa singular ou coletiva que pretende adquirir valores mobiliários emitidos pela sociedade visada, que detenha diretamente ou indiretamente mais de metade dos votos correspondentes ao capital da sociedade visada. Por outro lado, o n.º 2 do art. 528.º contempla a situação em que deve ser lançada uma oferta geral de aquisição por parte de uma pessoa singular ou coletiva que detenha mais de metade dos votos correspondentes ao capital da sociedade em causa, decorrente de qualquer operação exceto por uma oferta pública geral.



deste código, sendo que tal entendimento assenta na análise de ambas as situações previstas no código em consonância com o conceito apresentado de aquisição potestativa.

O CódMVM marcou uma etapa legislativa importante no ordenamento jurídico português, através de várias inovações, como a criação de uma entidade reguladora – CMVM, o afastamento do poder político nas decisões relacionadas com o mercado financeiro, uma vez que as transações deixam de estar sob a autorização prévia do Ministério das Finanças, bem como os princípios orientadores que regem as transações no mercado e os comportamentos adotados pelos intervenientes.

Com efeito, o código foi numa primeira fase essencial enquanto diploma que marca a regulação primária de normas no âmbito de um regime mobiliário mas, que apesar das notórias inovações apresentava uma necessidade de contemplar matérias no âmbito mobiliário que até à data apenas eram reguladas pela lei societária, como é o caso do direito de aquisição potestativa.

Em 1999, a dinâmica do mercado de valores mobiliários dita a revogação do Código do Mercado de Valores Mobiliários com a entrada em vigor do Decreto-lei n.º 486/99 de 13 de Novembro que aprovou o Código dos Valores Mobiliários.

A elaboração do referido código assenta em cinco princípios fundamentais, designadamente, codificar, simplificar, flexibilizar, modernizar e internacionalizar.

O propósito codificador manifesta-se na necessidade de acompanhar a modernização do sistema de valores mobiliários, bem como na harmonia entre os diferentes diplomas que regulam a matéria, uma vez que é evitado regular o que está regulado.

A intenção simplificadora assenta na redação simples e clara do texto da lei e ainda, na eliminação de sucessivas remissões como é o caso da matéria das ofertas públicas.

A intenção de flexibilização pretende dar resposta ao crescente dinamismo do sistema financeiro, privilegiando o uso de princípios e cláusulas gerais o que traduz num papel importante por parte da jurisprudência e autoridades administrativas na densificação de conceitos indeterminados. Ainda, pretende-se modernizar o sistema normativo do mercado financeiro através da regulação no enquadramento normativo nacional das influências internacionais sem descurar a legislação portuguesa.

Finalmente, o código pretende dar resposta à internacionalização do mercado de valores mobiliários com o intuito de introduzir na legislação nacional normas que regulam situações que envolvam a lei estrangeira, ou até mesmo situações com conexão relevante para o território nacional.

O atual código no que respeita à aquisição potestativa revela uma intenção codificadora na medida em que consagra o direito de aquisição potestativa no âmbito do regime mobiliário que até à data era regulado pela lei societária nos termos do art. 490.º do CSC. Ainda, revela um propósito de modernização e internacionalização uma vez que acompanha os restantes Estados-membros na regulação harmoniosa em relação à aquisição das ações remanescentes com vista ao domínio total da sociedade, em que as Diretivas assumem especial importância na medida em que ditam a posição que os Estados-membros devem adotar.

A matéria da OPA potestativa aparece regulada no atual código nos termos do art. 194.º tendo sido objeto de alterações devido a influências comunitárias.

O enquadramento normativo do mercado de valores mobiliários apresenta influências comunitárias na veste de vários diplomas normativos, em especial a Diretiva das OPA relativa às ofertas públicas de aquisição e ainda, a Diretiva da Transparência e a sua Diretiva de Execução.

A Diretiva das OPA foi transposta para o ordenamento interno através do Decreto-lei n.º 219/2006 de 2 de Novembro o que traduz a sétima alteração ao regime do Código dos Valores Mobiliários.

A referida alteração ao regime do código em matéria de aquisição potestativa ocorre no âmbito dos prazos para a sua realização, na contrapartida devida aos sócios minoritários, bem como nos efeitos da aquisição potestativa para a sociedade visada e finalmente, no aditamento de um critério percentual que constitui um dos requisitos legais para a sua realização.

A modificação legislativa imposta pela transposição da Diretiva das OPA ditou a redução dos prazos para a realização da OPA potestativa de seis para três meses, decorrido o apuramento dos resultados da OPA, tal como resulta do n.º 1 do art. 194.º do CVM.

No que respeita à alienação potestativa a modificação legislativa implicou uma mudança no prazo para a sua realização, sendo que no regime anterior o direito era exercido mediante a não realização tempestiva do exercício do direito de aquisição potestativa, sendo o prazo para dirigir o convite ao sócio maioritário para a aquisição das ações remanescentes de trinta dias, ao invés que no regime atual o prazo é de oito dias para a realização do mesmo convite.

No que respeita à contrapartida conferida ao sócio minoritário o regime anterior à modificação legislativa contemplava que a contrapartida devia ser calculada nos termos do art. 188.º do CVM. Assim, o referido preceito estabelecia que a contrapartida deveria ser

concedida mediante determinadas condições, sendo possível ser efetuada em dinheiro e no caso de consistir em valores mobiliários o oferente devia indicar uma alternativa em dinheiro pelo valor análogo. Por outro lado, no regime atual o legislador português contempla na lei que a contrapartida deve ser justa, em dinheiro e calculada nos termos do art. 188.º do CVM, o que traduz a harmonização com o texto comunitário pretendida pela transposição da Diretiva para o ordenamento interno.

Finalmente, no que concerne aos efeitos da aquisição potestativa, mais concretamente a perda imediata da qualidade de sociedade aberta e a exclusão da negociação em mercado regulamentado, a modificação legislativa implica a redução do prazo de readmissão no mercado, em que a versão original do código previa um prazo de dois anos e que após a transposição da Diretiva o prazo passa a ser de um ano e ainda, na implementação da perda da qualidade de sociedade aberta enquanto efeito da aquisição potestativa.

A transposição da Diretiva implicou uma das alterações mais importantes para efeitos desta investigação, mais precisamente os requisitos impostos pela lei para a realização da aquisição potestativa.

A versão originária do Código dos Valores Mobiliários apenas regulava como critério percentual para a realização da aquisição potestativa ultrapassar diretamente ou indiretamente 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social após o lançamento de oferta pública de aquisição geral. Tal como foi dito anteriormente, o legislador português adotou a solução comunitária prevista na alínea b) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA. O Estado Português através da adoção da posição comunitária impôs a disposição de um novo critério percentual no âmbito do duplo requisito para a concretização da aquisição potestativa, o que nos leva a analisar mais adiante a posição do legislador português na escolha da situação imposta pela diretiva comunitária, bem como a importância dessa posição para efeitos da aquisição das ações remanescentes.

O Decreto-lei n.º 357-A/2007 de 31 de Outubro que transpõe para o direito interno a Diretiva da Transparência e a sua Diretiva de Execução o que implica a regulação das normas de cômputo da imputação dos direitos de voto nos termos do art. 20.º do CVM.

O cômputo da imputação dos direitos de voto nos termos do art. 20.º do CVM importa para efeitos de aquisição potestativa na medida em que a lei dispõe que *o oferente necessita de ultrapassar diretamente ou indiretamente nos termos do n.º 1 do art. 20.º do CVM*, sendo que o duplo critério percentual de 90% constitui o requisito fundamental que o oferente necessita de alcançar para a realização da aquisição potestativa.

Em jeito de conclusão, pelo enquadramento histórico apresentado no âmbito da aquisição potestativa podemos afirmar de acordo com a opinião de Paulo Câmara que *considerando que em Portugal os regimes das ofertas de aquisição se sucedem à razão média de um para cada quatro anos, ao direito das ofertas públicas de aquisição falta ainda a espessura do tempo* (Câmara, 2011:161).

O ordenamento jurídico português não apresenta uma intensa modificação legislativa, tendo essas mudanças ocorrido de forma sustentável e tendo em conta as necessidades do mercado financeiro, bem como as influências comunitárias. Neste sentido, a escassa e ponderada modificação legislativa levada a cabo pelo legislador português coloca em evidência princípios fundamentais, como a segurança e a estabilidade.

### **1.3 O confronto de regimes em matéria de aquisição potestativa**

O confronto entre o regime societário e o regime mobiliário no que concerne ao instituto da aquisição potestativa justifica-se pela existência de diversas particularidades divergentes entre os regimes, bem como nos aspetos análogos a ambos os regimes que importa analisar.

A consignação em depósito consiste num meio de pagamento da quantia devida por parte do devedor depositado à ordem do credor e justifica-se com a necessidade de acautelar os interesses do devedor, sendo que constitui requisito fundamental em ambos os regimes.

No âmbito societário o legislador condiciona a realização da aquisição potestativa ao registo que deve ser efetuado mediante a consignação em depósito da contrapartida e por publicação. Porém, não apresenta a forma a que a consignação em depósito deve obedecer, tornando assim possível duas situações: por um lado, podemos ter uma situação de consignação judicial, seguindo um processo previsto no Código de Processo Civil (CPC) nos termos do art. 1024.º ou por outro lado, podemos ter uma situação de consignação extrajudicial, através de um depósito efetuado junto de uma instituição de crédito à ordem da sociedade dominante. Ainda, as duas situações podem colocar em causa princípios fundamentais, por um lado podem colocar em causa o princípio de segurança jurídica inerente a um processo judicial que proporciona mais garantias ao sócio minoritário e por outro lado, o princípio de celeridade processual e o princípio de liberdade de forma que

implica uma situação de consignação extrajudicial, no sentido da essência do próprio instituto no âmbito do direito societário.

A jurisprudência já decidiu sobre a questão em sentidos divergentes. O Tribunal da Relação do Porto no Acórdão de 8 de Janeiro de 2008 decidiu pela consignação em depósito *realizada por simples depósito a favor do terceiro credor* o que conduz à consignação em depósito extrajudicial.

A decisão assenta numa analogia com o regime mobiliário no que respeita à aquisição potestativa que prevê a necessidade da consignação em depósito nos termos do art. 194.º n.ºs 2 e 4 do CVM, em que *sendo uma situação semelhante e na omissão da lei sobre o modo como se deve fazer a consignação em depósito nos termos do n.º 4 do art. 490.º do C.S.Comerciais, pode-se, por analogia aplicar o citado regime do C.V.Mobiliários e assim a consignação em depósito ser validamente efectuada junto de qualquer instituição de crédito, sem necessidade de recurso ao processo judicial respetivo. Impõe a lei que a contrapartida consignada em depósito seja equitativamente calculada e efectivamente paga* (TRP, 8-01-2008).

No sentido oposto, o Tribunal da Relação de Lisboa no Acórdão de 6 de Junho de 2002 decidiu pela consignação em depósito efetuada através do processo judicial regulado no art. 1024.º do CPC.

No regime mobiliário tal como foi mencionado *supra* o legislador regula o regime da consignação em depósito da contrapartida *junto de instituição de crédito, à ordem dos titulares das ações remanescentes* (art. 194.º n.º 5 do CVM) o que evidencia a disposição de uma situação de consignação em depósito extrajudicial, não fazendo qualquer referência ao processo judicial previsto no CPC.

A posição adotada pela doutrina e jurisprudência, sendo a posição seguida por nós, assenta na desnecessidade de uma consignação judicial em depósito da contrapartida justa devida ao sócio minoritário. De facto, a sujeição da consignação em depósito a um processo judicial implica uma morosidade num processo que se pretende ser célere e ainda, não proporciona uma forma mais eficiente de garantir os direitos do sócio minoritário, sendo possível acautelar os direitos destes numa situação de consignação em depósito extrajudicial.

O direito de informação constitui um direito essencial em ambos os regimes no que respeita à aquisição potestativa, em que no regime societário equivale a um dever de comunicação e por outro lado, no regime mobiliário comporta duas limitações: evitar a falta de informação e evitar os casos de informação privilegiada, sendo que em ambos os

casos pretende-se a transparência de todo o processo. Como refere a doutrina *o que o investidor exige é ser informado do curso da sociedade, dos seus negócios, da valorização do seu património, do sucesso da sua atividade* (Mendonça, 2004:52).

No regime mobiliário, o direito de informação está presente em todas as fases do processo de aquisição de valores mobiliários, pois a aquisição potestativa torna-se eficaz após *a publicação pelo interessado do registo na CMVM* (art. 195.º n.º 1 do CVM). Por outro lado, no regime societário existe um dever de comunicação à sociedade visada pela oferta por parte do sócio dominante, sendo que o prazo para exercer o direito de comunicação *é de trinta dias seguintes à aquisição de 90% do capital da sociedade visada* (art. 490.º n.º 1 do CSC). O direito de informação representa mais uma vez o carácter exigente do regime mobiliário no que respeita à aquisição potestativa uma vez que constitui um dos princípios basilares do mercado de capitais.

No confronto de regimes importa referir um aspeto bastante importante e digno de controvérsia na doutrina portuguesa: a questão da contrapartida.

No âmbito mobiliário a aquisição das ações remanescentes é efetuada mediante contrapartida justa em dinheiro calculada nos termos do art. 188.º do CVM (art. 194.º n.º 1 *in fine* do CVM). Por outro lado, no regime societário a lei dispõe que a contrapartida deve ser feita *em dinheiro ou nas suas próprias quotas, ações ou obrigações que deve ser justificada por um relatório elaborado por um revisor de contas independente das sociedades interessadas* (art. 490.º n.º 2 do CSC).

A contrapartida no âmbito do regime das OPA corresponde à imposição *de normas imperativas mínimas* e não à *liberdade de estipulação do oferente a fixação do preço a pagar pelas ações*, constituindo uma garantia para o sócio minoritário na operação de saída da sociedade visada (Mendonça, 2004:74).

O art. 188.º do CVM regula o regime da contrapartida devida ao sócio minoritário fixando os respetivos montantes. Por outro lado, o regime societário não apresenta um critério quanto ao preço na alienação das ações, em que cabe ao tribunal a fixação do seu valor mediante requerimento do sócio livre, sendo que a lei apenas configura a justificação do preço por parte de um ROC no caso da aquisição potestativa o que nos leva a considerar que devem existir precauções redobradas em relação à independência do mesmo.

Ainda, importa ressaltar a regulamentação do princípio da igualdade de tratamento nos termos do art. 197.º do CVM no que respeita à fixação da contrapartida, sendo que não tem qualquer disposição na lei societária. O princípio da igualdade de tratamento pretende

assegurar quanto à fixação da contrapartida o tratamento igual aos titulares de ações da mesma categoria no âmbito dos processos de aquisição tendente ao domínio total.

A questão da contrapartida mínima constitui uma preocupação transversal a todos os ordenamentos jurídicos, sendo certo que comportam regimes diferentes, pois a Diretiva das OPA remete para a legislação interna dos Estados a questão da contrapartida mínima tal como resulta do art. 5.º n.º 4 em que apresenta o conceito de preço equitativo como *o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele atuam em concertação, ao longo de um período a determinar pelos Estados-Membros, não inferior a seis e não superior a 12 meses, que preceda a oferta.*

A questão da contrapartida mínima constitui uma controvérsia uma vez que implica os interesses económicos de ambas as partes e que pode levar a abusos nas transações, o que vem reforçar a ideia de que o regime mobiliário é mais exigente e completo no sentido de proteger os interesses económicos do sócio minoritário num processo transparente, rigoroso e eficiente.

O confronto entre regimes permite-nos concluir que a aquisição potestativa no âmbito mobiliário regulada no art. 194.º do CVM distancia-se do regime societário pela exigência do cumprimento de deveres inerentes à qualidade de sociedade aberta, como o direito de informação que no caso das sociedades abertas assume uma redobrada importância devido às situações de abuso por informação privilegiada ou pela insuficiência da mesma e por fim, pela exigência e referência legislativa de uma contrapartida justa.

Por outro lado, a consignação em depósito constitui o instituto de aproximação entre os regimes, em que o legislador recorre à analogia perante a omissão da lei sobre o modo que deve obedecer a consignação em depósito.

Finalmente, resulta do confronto o entendimento de que o regime mobiliário impõe requisitos mais exigentes no que toca à realização da aquisição potestativa com a imposição legal do duplo requisito, ao passo que o regime societário impõe um único requisito, sendo o mesmo um requisito percentual.

## II – Aquisição potestativa na União Europeia

O regime da aquisição potestativa na União Europeia resulta do art. 15.º n.º 2 da Diretiva das OPA em que cada Estado-membro por força da integração europeia é forçado a adotar uma das alíneas previstas no referido preceito. Neste sentido, pretendemos analisar os relatórios elaborados pela Comissão Europeia no que respeita à implementação e aplicação da Diretiva das OPA, mais precisamente a alínea adotada pelos Estados-membros no âmbito do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA.

Em seguida, analisamos a disposição legal do direito de aquisição e alienação potestativa no direito interno de alguns Estados-membros, mais concretamente o direito interno espanhol, francês, italiano, britânico e alemão. A escolha da análise dos referidos Estados-membros não é aleatória, isto significa que escolhemos tratar o ordenamento jurídico espanhol e britânico pelo facto de ambos os países adotarem os mesmos requisitos que Portugal adota para realizar a aquisição potestativa. Por outro lado, escolhemos tratar o ordenamento jurídico francês, italiano e alemão enquanto exemplos de países que adotaram requisitos diferentes de Portugal para realizar a aquisição potestativa.

### ***2.1 Report on the implementation of the Directive 2004/25/EC on takeover bids***

A Comissão Europeia publicou no dia 21 de Fevereiro de 2007 um relatório<sup>3</sup> (SEC 2007 268) no qual contempla as medidas adotadas no âmbito da transposição da Diretiva das OPA para todos os Estados-membros nas diversas matérias.

O referido relatório menciona que a Diretiva das OPA constitui o resultado de uma longa negociação entre os Estados-membros que durou mais de duas décadas. A diretiva pretende constituir o pilar da reforma económica com o intuito de reforçar a competitividade na Europa e ainda, de beneficiar todos os intervenientes. Todavia, o relatório dispõe que *takeovers are not always beneficial for all (or any) of the parties*

---

<sup>3</sup> Porém, importa ressaltar que no referido relatório não consta a transposição da Diretiva das OPA para o direito interno de alguns países, como a Bulgária, a Roménia e a Croácia, pois a adesão dos referidos países à União Europeia foi posterior à elaboração do relatório. Contudo, consta do quadro 1 em Anexo no presente trabalho as situações adotadas por todos os países que compõem a União Europeia, tanto os países objeto de estudo do relatório, mas também os países que no âmbito da adesão comunitária foram forçados a escolher uma situação a adotar.



*involved. However, the Directive was based on the assumption that, in the long run, takeover facilitation is in the best interests of all stakeholders and the company* (Report on the implementation..., 2007:3-Nota de rodapé 2).

O relatório dispõe que decorrido o prazo estipulado pelo legislador comunitário no âmbito da transposição da Diretiva das OPA alguns países, como a Bélgica, Chipre, República Checa, Estónia, Itália, Holanda, Polónia e Espanha ainda não tinham adotado as medidas necessárias no âmbito do direito interno para acolher as imposições comunitárias. Todavia, as referências da transposição no âmbito do relatório resultam de informações concedidas pelos Estados para a realização do mesmo.

No que respeita ao direito de aquisição e alienação potestativa a entrada em vigor da Diretiva das OPA representa uma inovação para alguns Estados-membros, uma vez que contemplam os direitos pela primeira vez no direito interno, tal como aconteceu com a Grécia, Espanha, Luxemburgo, Malta, Eslovénia e Eslováquia devido à imposição comunitária<sup>4</sup>. Por outro lado, alguns países já contemplavam o direito de aquisição e alienação potestativa no âmbito do direito interno, como é o caso de Portugal aquando da entrada em vigor da diretiva.

As soluções adotadas no âmbito do direito interno relativo ao direito de aquisição potestativa diferem entre os Estados-membros, tal como demonstra o quadro 1 em Anexo do presente trabalho. Decorre da análise do quadro que os Estados-membros escolherem maioritariamente a situação prevista na alínea a) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA, tendo apenas quatro países adotado a situação prevista na alínea b) do referido preceito. Portugal integra o reduzido conjunto de países que adotou a segunda situação possível, devido à *intervenção mínima* operada pelo legislador português no que respeita à modificação legislativa imposta pela comunidade europeia.

Ainda, cumpre destacar que os Estados-membros que acolheram a situação prevista na alínea a) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA não adotaram um valor percentual uniforme. Deste modo, 14 Estados-membros fixaram o valor percentual em 90% ao passo que 12 Estados-membros elevaram a fasquia percentual até 95%.

A Diretiva das OPA define o direito de alienação potestativa como *the sell-out right provides minority shareholders with a counterpart to the squeeze-out right: it allows them*

---

<sup>4</sup> Ver quadro 2 em anexo referente ao impacto da transposição da Diretiva das OPA nos Estados-membros, em matérias como a OPA, o direito de aquisição potestativa, o direito de alienação potestativa e o grau das modificações legislativas nos diversos Estados-membros.

*to force the majority shareholder to buy their shares at a fair price* (Report on the implementation..., 2007:10). A regulação do direito de alieação potestativa não constitui uma novidade para Portugal com a entrada em vigor da diretiva, uma vez que já contemplava tal direito no CVM. Porém, tal não se verificou em alguns países, aos quais foram impostos tal direito, como é o caso da Áustria, Bélgica, Estónia, Alemanha, Grécia, Holanda, Malta, Espanha, Luxemburgo, Eslováquia e Eslovénia.

A expectativa de harmonização europeia em matéria de OPA e por conseguinte, a pretendida proteção dos sócios minoritários torna difícil a tarefa de previsão dos efeitos do texto comunitário imposto aos Estados-membros, pelas dificuldades que suscita no âmbito da sua transposição. O relatório dispõe que *some of its provisions are likely to bring benefits in terms of better protection of minority shareholders. Others may have potential indirect effects. The incorporation of the Directive's rules on takeover defences into national laws on a voluntary basis could set a benchmark. Shareholders may push for the voluntary provisions to be applied by companies. The directive's rules on disclosure of takeover defences will help increase transparency, thereby facilitating investor's decisions. In the longer term this may result in a gradual increase in corporate governance standards and a more open market* (Report on the implementation..., 2007:10). Deste modo, defendemos que os efeitos previstos concretizaram-se pela exigência imposta à proteção dos sócios minoritários, como é o caso da contrapartida justa tendo como referência a noção de preço equitativo, bem como pelo procedimento completo e transparente da aquisição potestativa.

Ainda, importa evidenciar a análise efetuada no relatório no que respeita ao lançamento de uma OPA geral que não representa qualquer novidade para o direito interno, uma vez que constitui a operação inicial para a realização da aquisição potestativa, em que o legislador exige para a sua realização um valor percentual correspondente a um terço ou metade dos direitos de voto da sociedade visada, ao contrário do que acontece com outros Estados-membros em que o valor percentual exigido é diferente, como é o caso da República Checa que exige 40% dos direitos de voto ou a Polónia que exige 66% dos direitos de voto para o lançamento de uma OPA geral.

A morosidade de alguns países no que respeita à transposição da Diretiva das OPA, bem como a diferença na adoção dos princípios estruturantes impostos pelo texto comunitário não impedem a harmonia pretendida entre os Estados-membros. Porém, importa analisar o relatório seguinte que evidencia as preocupações europeias emergentes da aquisição potestativa no seio dos Estados-membros que compõem a União Europeia.

## ***2.2 Report of application of Directive 2004/25/EC on takeover bids***

A previsão de um relatório sobre a necessidade de uma revisão da Diretiva das OPA surge contemplada a 28 de junho de 2012 num relatório elaborado pela Comissão Europeia. O relatório designado por *Report of application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* (COM 2012 347) analisa o impacto da Diretiva das OPA no ordenamento interno de cada Estado-membro, bem como identifica as preocupações europeias emergentes da aplicação da diretiva.

O impacto da Diretiva das OPA é graduado tendo em conta a contemplação das regras previstas no texto comunitário no direito interno. Assim, o maior impacto verificou-se nos Estados-membros que não previam determinadas matérias, como a aquisição potestativa, sendo que por outro lado, o menor impacto verificou-se nos países que já contemplavam a matéria.

No caso de Portugal o impacto foi menor, uma vez que o ordenamento jurídico já contemplava a matéria de aquisição potestativa aquando da entrada em vigor da diretiva. Porém, o menor impacto contrasta com o aumento da exigência dos critérios para alcançar a aquisição potestativa dada a posição adotada pelo legislador português.

Ainda, o impacto da diretiva acentua-se na consagração dos princípios estruturais, as regras da oferta pública, a consagração de entidades de supervisão e ainda, nos direitos de aquisição e alienação potestativa. O impacto é avaliado pelos intervenientes como positivo, uma vez que entendem que as regras impostas pelo legislador comunitário são claras no âmbito da sua aplicação, traduzindo benefícios para o mercado. No âmbito da economia torna-se complicado a avaliação do impacto da diretiva devido à crise económica que assolou a Europa, tendo afetado todos os aspetos da vida societária, em particular à sociedade aberta, devido à condição de investimento que lhe é inerente e que diminuiu devido à crise económica.

Apesar das considerações sobre o impacto positivo da Diretiva das OPA e a consagração da harmonia pretendida entre os Estados-membros importa averiguar os problemas emergentes da transposição da diretiva segundo o relatório em análise.

Assim, constituem problemas emergentes da Diretiva das OPA os seguintes:

- i) conceito de *acting in concert* (pessoas que atuam em concertação), que a Diretiva das OPA define como a concertação entre *pessoas singulares ou coletivas que cooperam com o oferente ou com a sociedade visada com base num acordo, tácito ou expresso, oral ou escrito, tendo em vista, respetivamente, obter o controlo da*

*sociedade visada ou impedir o êxito da oferta* (art. 2.º n.º 1 alínea d)). A preocupação assenta na disparidade da consagração do conceito nos diversos Estados-membros, pois alguns países adotam a designação referida anteriormente e por outro lado, outros países complementam o conceito com as disposições da Diretiva da Transparência. Assim, a falta de clareza conceitual pode levar a confusões por parte dos investidores, sendo que a Comissão Europeia admite que devem ser tomadas medidas no sentido de harmonizar o conceito de modo a proporcionar segurança aos intervenientes no mercado;

- ii) proteção do sócio minoritário perante uma mudança de controlo da sociedade, na medida em que coloca-se a questão de saber se a OPA protege adequadamente o sócio minoritário. Neste sentido, o legislador comunitário regulou diversos aspetos que permitem proteger o sócio minoritário, como o direito de alienação potestativa e o critério de contrapartida justa;
- iii) a possibilidade de uma oferta pública de aquisição voluntária que permite aos sócios minoritários a saída da sociedade por um preço que pode ser inferior ao preço justo no âmbito de uma OPA geral. Deste modo, podemos afirmar que está em causa a justeza da contrapartida enquanto princípio defendido na Diretiva das OPA;
- iv) direitos dos trabalhadores na mudança de controlo da sociedade visada pela oferta, uma vez que o sócio maioritário pode reestruturar a sociedade e por conseguinte, despedir alguns trabalhadores. Os representantes dos trabalhadores defendem que no âmbito de uma OPA geral, os trabalhadores devem ser informados das pretensões do sócio que pretende torna-se sócio único. A não consagração de direitos que protegem os trabalhadores numa situação de aquisição potestativa, leva a Comissão Europeia a assumir no relatório que deve ser desenvolvido um diálogo no futuro de forma a colmatar tal problema.

Os problemas expostos sobre a transposição da Diretiva das OPA evidenciam uma preocupação por parte do legislador comunitário, na defesa dos direitos de todos os intervenientes no âmbito de uma OPA potestativa.

Finalmente, o relatório elaborado em 2012 considera a implementação da Diretiva das OPA como um trabalho satisfatório. Contudo, é nosso entendimento que os direitos de aquisição e alienação potestativa apesar do impacto positivo, continuam limitados sobretudo em países que adotam situações mais complexas, como Portugal e Espanha.

Ainda, importa ressaltar que algumas das preocupações presentes no relatório elaborado em 2012, como a proteção dos trabalhadores da sociedade visada pela oferta e o conceito de agir em concertação são mencionados em alguns projetos de ordenamentos jurídicos, como a Espanha e a França.

## **2.3 O regime legal da aquisição potestativa no direito interno de Estados-membros**

### **2.3.1 *El derecho de compraventas forzosas* no direito espanhol**

No ordenamento jurídico espanhol o regime de aquisição e alienação potestativa designam-se por *compra forzosa* e *venda forzosa* respetivamente, regulados em dois diplomas: *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores* nos termos do *artículo 60 quáter* e o *Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio* nos termos do *artículo 47*. A epígrafe dos referidos preceitos legais contemplam uma designação unitária do instituto da aquisição e alienação potestativa como *compraventas forzosas*.

O disposto no *artículo 60 quáter da LMV* enquanto preceito de carácter geral sobre as *compraventas forzosas* resulta da transposição da Diretiva das OPA para o ordenamento jurídico espanhol em 2007 decorrente da redação dada pelo *artículo 8 da Ley 6/2007 de 12 de Abril*. A referida lei traduz a natureza inovadora do direito espanhol quanto à consagração da matéria da OPA, bem como a integração na lei espanhola das disposições previstas na Diretiva das OPA e na Diretiva da Transparência.

O referido preceito dispõe que o oferente caso pretenda a aquisição da totalidade dos valores mobiliários da sociedade visada, decorrente de uma OPA, pode alcançar tal pretensão perante o lançamento de uma OPA geral e o preenchimento do duplo critério percentual, mais concretamente 90% do capital que confere direitos de voto e 90% dos direitos de voto que tenham sido aceites no âmbito da oferta, distintos do poder do oferente. Assim, ao oferente é concedido o direito de *compra forzosa* que poderá exigir aos restantes titulares de valores mobiliários a venda desses valores a um preço equitativo. Por outro lado, os restantes titulares de valores mobiliários da sociedade visada pela oferta podem exigir ao oferente a compra dos seus direitos a um preço equitativo. Deste modo, no primeiro caso estamos perante o direito de *venda forzosa* (aquisição potestativa) e no segundo caso, o direito de *compra forzosa* (alienação potestativa).

O n.º 3 do *artículo 60 quáter da LMV* menciona um regulamento, mais concretamente o regulamento designado por *Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio* que estabelece o procedimento e requisitos aplicáveis para a realização das *compraventas forzosas*.

A necessidade de transpor a matéria de oferta pública de aquisição prevista na diretiva comunitária, mais precisamente o direito de *compraventas forzosas* justifica-se pela harmonia comunitária necessária no que respeita ao mercado financeiro, bem como para proceder à modificação de *algunos aspectos del régimen vigente para garantizar que las ofertas públicas de adquisición se lleven a cabo en un marco legal completo y con total seguridad jurídica*, tal como resulta do texto preambular da lei que introduziu as referidas alterações.

A semelhança quanto à imposição do duplo requisito legal entre Portugal e Espanha não é caso único, uma vez que existem diversas disposições idênticas entre ambos os regimes jurídicos, o que nos leva a afirmar que os países ibéricos no que respeita à matéria de OPA adotam medidas semelhantes o que pode implicar os mesmos problemas perante o não preenchimento do duplo requisito legal tal como veremos adiante.

A doutrina espanhola considera que *los mecanismos de venta y compra forzosas pueden ayudar a la realización de este tipo de operaciones (menores costes, aprovechamiento íntegro de sinergias, economías de escala, aplicación libre de políticas de grupo, etc) protegiendo a la vez los derechos de los accionistas minoritarios* (Galego, 2006:154). Neste sentido, entendemos em consonância com o que acontece com o regime jurídico português que a saída do acionista minoritário da sociedade implica uma diminuição dos deveres impostos ao acionista maioritário.

Anteriormente, referimos que a concretização do direito de alienação potestativa dependia dos requisitos relativos à aquisição potestativa, o que implica uma crítica por parte da doutrina espanhola que defende a autonomização de ambos os direitos, de modo a resolver os possíveis problemas emergentes do fracasso da oferta (Galego, 2006:155).

Ainda, devemos salientar a semelhança entre as disposições nos ordenamentos jurídicos português e espanhol no que respeita à exclusão de negociação da sociedade no mercado financeiro enquanto efeito da aquisição potestativa. Desta forma, as *compraventas forzosas* constituem um mecanismo de exclusão de negociação da sociedade no mercado financeiro, tornando-se efetiva após o momento da liquidação da contrapartida nos termos do *artículo 47. 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio*, tal como acontece no ordenamento jurídico português nos termos do art. 195.º do CVM.

O legislador espanhol adotou a mesma situação que o legislador português no que respeita ao duplo requisito legal para realizar o direito de aquisição e alienação potestativa, o que nos leva a refletir *infra* sobre a adequação da escolha atendendo às características das sociedades espanholas.

### **2.3.2 *The right of squeeze-out* no direito britânico**

No ordenamento jurídico britânico o instituto de aquisição potestativa designa-se por *squeeze-out* e encontra-se consagrado na *section 979 of the Chapter 3 of Part 28 of the Companies Act 2006*. A transposição da Diretiva das OPA ocorreu em 2006, tendo o legislador adotado a alínea b) do n.º 2 do art. 15.º da diretiva, sendo que integra o conjunto reduzido de países que adotou a situação mais exigente no que respeita à realização da aquisição potestativa.

O direito de *squeeze-out* consiste no direito concedido ao oferente para alcançar o domínio total da sociedade visada, através da obtenção de 90% dos direitos de voto das ações e 90% do valor das ações objeto da oferta decorrente de uma oferta ou contrato. Por outro lado, o direito de *sell-out* é regulado na *section 983 of the Chapter 3 of Part 28 of the Companies Act 2006* que consiste no direito concedido ao acionista minoritário para forçar o acionista maioritário a adquirir as participações remanescentes tendo em conta os requisitos exigidos para a realização do direito de *squeeze-out*.

No direito britânico o direito de *squeeze-out* não representa uma novidade, uma vez que já constava da *Part 13A (Takeover Offers) of the Companies Act 1985*, tendo a Diretiva das OPA sido transposta para o direito interno em Maio de 2006 através de um regulamento interino até à consagração da *Part 28* integrada no *Companies Act 2006* em Abril de 2007. Assim constituem alterações as seguintes: *i)* consagração do direito de *sell-out*; *ii)* adição da referência de 90% dos direitos de voto enquanto critério percentual que integra o segundo requisito legal, o que demonstra a inequívoca solução adotada também pelo legislador português e *iii)* alterou o tempo para realizar o direito de *squeeze-out*, sendo no regime atual de três meses. Desta forma, podemos assumir que as alterações foram insignificantes face à vasta capacidade normativa do Reino Unido.

Atualmente, o Reino Unido encara uma enorme mudança social e legislativa que afeta sobretudo as relações entre os restantes Estados-membros num fenómeno designado por *Brexit* decidido em 2016 que implica a saída do país da União Europeia.

A questão que se impõe no âmbito deste fenómeno prende-se com a posição britânica em relação à matéria da OPA, uma vez que a saída do Reino Unido traduz o afastamento das imposições comunitárias. Assim, o país deixa de estar sob a alçada da União Europeia e por conseguinte às diversas diretrizes impostas, como a Diretiva das OPA que o mesmo influenciou e ajudou a criar. Tal afastamento pode implicar uma de duas situações, por um lado, o legislador britânico pode efetuar uma mudança legislativa no que respeita à aquisição potestativa, uma vez que fica excluído de seguir tais diretrizes e por outro lado, pode manter a matéria da OPA mesmo que tal regulação resulte de uma imposição comunitária. De acordo com a doutrina portuguesa o *City Code serviu de inspiração à Proposta de 13.ª Diretiva (ou Diretiva das OPA) (o que a priori pode parecer um tanto contraproducente) e, por outro, aquele país (Reino Unido) corresponde sem sombra de dúvida ao mercado com maior experiência em termos de OPA e do qual devemos retirar importantes ensinamentos* (Vaz, 2000:104). A experiência evidenciada pelo ordenamento jurídico britânico em matéria de OPA e a influência britânica na elaboração da diretiva evidenciada na situação prevista na alínea b) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA cujas considerações remetemos para o próximo capítulo, leva-nos a refletir sobre a posição do legislador britânico no que respeita a possíveis mudanças legislativas em relação à consagração legal atual.

### **2.3.3 *Le droit de retrait obligatoire* no direito francês**

No ordenamento jurídico francês o instituto da aquisição potestativa designa-se por *retrait obligatoire* e encontra-se regulado no art. L433-4 do *Code monétaire et financier* e nos art. 236 e 237 do *Règlement général de l' autorit  des march s financiers*. A transposição da Diretiva das OPA ocorreu em 2006 em que o legislador francês adotou a situação descrita na alínea a) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA. Deste modo, significa que o legislador exige enquanto requisitos para o exercício do direito de *retrait obligatoire* a obtenção de 95% do capital com direitos de voto ou 95% dos direitos de voto da sociedade visada através da realização de uma OPA geral.

A regulamentação da matéria da oferta pública de aquisição não representa uma novidade para o direito francês, uma vez que já contemplava a matéria, tendo o texto comunitário introduzido pequenas alterações. Neste sentido, a doutrina francesa considera que *la loi française du 31 décembre 1993, qui a introduit ce m canisme* (aquisição



potestativa), *avait fait grand bruit. On avait parlé de « squeeze out à la française » et d'« expropriation pour cause d'utilité privée »* (Pierre:6).

No âmbito do direito francês as pequenas alterações foram introduzidas pela Lei n.º 2006-387 de 31 de Março de 2006 que implicou alterações no *Code monétaire et financier* e pelo decreto promulgado em 28 de Setembro de 2006 que ditou as modificações em matéria de oferta pública de aquisição no que respeita ao *Règlement Général de L'Autorité des Marchés Financiers*.

As alterações operadas por ambos os diplomas legais visam essencialmente: *i*) a entidade reguladora pelo aumento das suas competências; *ii*) as ofertas públicas de aquisição, com a mudança das condições gerais em especial no que concerne ao prospeto de oferta pública, às medidas anti-OPA, à mudança do calendário de uma oferta pública e, *iii*) as alterações relacionadas com a aquisição potestativa.

As alterações relacionadas com a aquisição potestativa são as seguintes: *i*) a introdução da noção de preço equitativo como *au moins égal au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de dépôt du projet d'offre publique* (Art. L433-3-I *Code monétaire et financier*); *ii*) o aumento das competências da autoridade reguladora para fixar no âmbito de um regulamento geral as condições de obrigação de depósito do valor correspondente aos títulos no âmbito de uma oferta pública e *iii*) a introdução de um novo procedimento de aquisição potestativa, uma vez que a lei francesa prevê a aquisição potestativa em duas situações, por um lado permite a aquisição potestativa em consequência de uma *offre publique de retrait* (art. 237-1 – art. 237-13 do RGAMF) e por outro lado, permite a aquisição potestativa decorrente de qualquer oferta pública (art-237-14 – art. 327-19 do RGAMF).

No âmbito da doutrina francesa existe várias controvérsias entre autores sobre o instituto de *retrait obligatoire*, por um lado relacionada com a integração da matéria no âmbito legislativo, pois alguns autores defendem que a integração da matéria no âmbito legislativo não deve estar contemplada na categoria das ofertas públicas, uma vez que se trata de uma figura que implica uma imposição dos direitos e por outro lado, está relacionada com ao direito de propriedade inerente ao sócio minoritário, pois para alguns autores entendem que o direito de *retrait obligatoire* corresponde a um ato expropriativo tendo como destinatário o sócio minoritário. As controvérsias em torno do instituto de *retrait obligatoire* não envolvem a questão do duplo requisito legal, isto significa que a

admissão da fasquia percentual mais elevada não coloca em causa o exercício do direito no âmbito do direito interno francês.

#### **2.3.4 *Il diritto di acquisto* no direito italiano**

No ordenamento jurídico italiano o regime de aquisição potestativa designa-se por *diritto di acquisto* e encontra-se previsto no art. 111 do *Testo Unico della Finanza*. No âmbito da transposição da Diretiva das OPA o legislador italiano adotou a alínea a) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA, sendo a respetiva transposição efetuada para o direito interno em 2007 através da aprovação do *Decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229*. O *diritto di acquisto* é concedido ao oferente que no âmbito de uma *offerta pubblica totalitaria* alcance uma participação correspondente a 95% do capital com direitos de voto da sociedade visada.

No direito italiano o *diritto di acquisto* não configura uma novidade, uma vez que o referido direito é regulado pela lei italiana antes da imposição comunitária. Assim, no que respeita ao *diritto di acquisto* previsto no art. 111 do TUF o Decreto Legislativo n. 229 que marcou a transposição da Diretiva das OPA ditou as seguintes alterações: *i)* alterou o valor percentual exigido para a concretização do direito, isto significa que o regime anterior à transposição exigia um valor percentual de 98% para realizar a aquisição potestativa, ao passo que o regime atual impõe um valor percentual de 95%; *ii)* no regime anterior o legislador italiano exigia um valor percentual de 98% referente às ações com direito de voto, porém, o legislador atualmente exige uma participação de 95% do capital representativo dos títulos da sociedade cotada italiana; *iii)* diminuição do tempo para exercer o direito de aquisição potestativa que atualmente consiste num prazo de três meses após a conclusão da oferta geral, ao passo que no regime anterior o prazo para exercer o direito consistia em quatro meses após a conclusão da oferta; *iv)* desaparece a menção ao perito para avaliar o valor correspondente ao valor equitativo, isto significa que no anterior regime o preço equitativo era fixado por um perito nomeado pelo Presidente do Tribunal no qual a sociedade detinha a sede, tendo como critérios o preço da oferta geral e o preço de mercado no último semestre, sendo que tal menção desapareceu em 2007 com a transposição da diretiva em que o preço equitativo depende do valor pago no âmbito da oferta geral e da supervisão da entidade reguladora no sentido de evitar abusos por parte da posição maioritária; *v)* desaparece a referência ao artigo do processo civil no que respeita

ao processo de fixar o valor correspondente ao preço equitativo e vi) não existe a referência à oferta antecedente como totalitária tal como acontece no regime atual, pois o legislador no regime anterior apenas menciona uma oferta que visa obter a totalidade das ações com direito de voto.

Mais tarde, o legislador através do *Decreto Legislativo 25 settembre 2009, n. 146* aprovou o decreto que configura o mecanismo de correção do decreto legislativo referido anteriormente. Deste modo, o decreto legislativo n. 146 implicou a mudança da expressão *capitale rappresentato da titoli* para a seguinte expressão *in una società italiana quotata* no n.º 1 do art. 111 do TUF.

A doutrina italiana considera que o direito de aquisição previsto no art. 111 do TUF corresponde a um *diritto potestativo di acquisto delle azioni residue rimaste sul mercato* (Gioia-Carabellese:94), isto significa que a decisão unilateral por parte do oferente implica uma sujeição à contraparte, neste caso o sócio minoritário. Porém, ao sócio minoritário são concedidos os direitos impostos pela diretiva, como o preço equitativo do valor a pagar pelas participações sociais e o direito de alienação potestativa em que é permitido ao sócio a saída da sociedade.

### **2.3.5 Ausschluss von Minderheitsaktionären no direito alemão**

No ordenamento jurídico alemão o regime de aquisição potestativa designa-se por *ausschluss von minderheitsaktionären* e encontra-se consagrado na §39a da *Wertpapiererwerbs - und Übernahmegesetz (WpÜG - Lei sobre as OPA)*. A transposição da Diretiva das OPA ocorreu em 2006, tendo o legislador alemão adotado a alínea a) do n.º 2 do art. 15.º da diretiva.

No direito alemão a regulamentação em matéria de oferta pública de aquisição era praticamente inexistente até 2001. A inexistência de normas dotadas de força legal com o intuito de regular a matéria da oferta pública de aquisição deve-se sobretudo com a escassa ocorrência de OPA hostis no direito alemão. A atitude alemã sofreu alterações devido ao caso de uma OPA hostil que envolveu duas sociedades, sendo que uma delas uma sociedade alemã, em que as repercussões foram de tal forma negativas para a sociedade alemã em relação aos trabalhadores e o valor das ações que levou o Estado-membro a tomar medidas de forma a prevenir tais hostilidades e a proteger as sociedades que integram o mercado financeiro alemão.

A transposição da Diretiva das OPA implicou no direito alemão a mudança numa lei na qual consagra o direito de aquisição potestativa no âmbito do mercado financeiro o que evidencia a dicotomia existente também em Portugal com a existência de dois regimes (societário e mobiliário) referentes à aquisição tendente ao domínio total.

A *WpÜG* consagra no Capítulo 5a as disposições relativas aos direitos de aquisição e alienação potestativa. O direito de aquisição potestativa é exercido pelo oferente que detenha 90% dos direitos de voto e 90% do capital social total da sociedade visada decorrente de uma OPA geral. Por outro lado é concedido ao sócio minoritário a possibilidade de *andienungsrecht* (alienação potestativa) nos termos do §39c do *WpÜG* enquanto direito correspondente ao direito de aquisição potestativa.

A doutrina portuguesa no âmbito da preparação da proposta para a Diretiva das OPA considera que a Alemanha adota uma posição contrária a qualquer regulamentação europeia no âmbito da OPA *baseada no receio desta vir expor as sociedades alemãs a ofertas hostis -com a consequente alteração do controlo-, praticamente inexistentes na atualidade. Por outro lado, existiram até à data poucas ofertas amigáveis, onde na sua maioria o oferente já era detentor da maioria do capital da sociedade visada.* (Vaz, 2000:127). O receio demonstrado pela Alemanha no momento da elaboração da proposta, foi transferido para o momento da transposição da Diretiva das OPA uma vez que adotou a situação menos exigente com o valor percentual mínimo.

### III – O duplo requisito legal da aquisição potestativa

O direito de aquisição potestativa tal como foi dito *supra* implica o preenchimento do duplo requisito legal que assenta na realização de uma operação antecedente e na dupla fasquia percentual de 90%, sendo um dos critérios percentuais o resultado da posição do legislador português no direito interno face à transposição da Diretiva das OPA.

Os pressupostos para a concretização do direito de aquisição potestativa são cumulativos, encontram-se articulados uma vez que o requisito quantitativo depende da realização do primeiro pressuposto. Assim, a falta do primeiro pressuposto, isto é, perante a inexecução do lançamento de uma OPA geral o valor percentual dos restantes pressupostos torna-se inútil para a concretização de uma aquisição potestativa, mesmo que sejam alcançados, daí a importância de analisar cada pressuposto.

O lançamento de uma OPA geral considera-se como: uma oferta *pública*, quando dirigida em todo ou em parte a destinatários indeterminados cuja regulamentação tem cabimento no art. 109.º do CVM; uma oferta de *aquisição* de valores mobiliários da sociedade visada cujo regime está previsto no art. 173.º do CVM e finalmente, uma oferta de aquisição *geral* na medida em que implica a aquisição da totalidade das ações e demais valores mobiliários emitidos pela sociedade visada.

O art. 194.º do CVM quando pressupõe o lançamento de uma OPA geral pode assumir uma OPA obrigatória regulada nos termos do art. 187.º e seg. do CVM ou uma OPA voluntária.

No primeiro caso, a OPA obrigatória consiste num *dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição sobre a totalidade das ações e outros valores mobiliários emitidos pela sociedade visada* por parte de uma pessoa coletiva ou singular *que ultrapasse diretamente ou indiretamente nos termos do art. 20.º n.º 1 um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital da sociedade* (art. 187.º n.º 1 do CVM). O dever de lançamento de uma OPA obrigatória decorre da alteração do domínio efetivo sobre a sociedade visada, sendo que a inobservância do respetivo dever implica na ordem jurídica portuguesa a inibição de direitos inerentes às ações e eventualmente, a responsabilidade civil.

Por outro lado, a OPA voluntária consiste numa operação que depende da vontade do oferente tendo como objeto todas as ações e todos os valores mobiliários da sociedade

visada aos quais correspondem os respetivos direitos de subscrição ou aquisição, com o intuito de obter uma posição maioritária na sociedade.

A doutrina entende que o lançamento de uma OPA geral constitui *uma oferta antecedente como elemento indispensável no âmbito do processo aquisitivo, pois o iter constitutivo daquele direito depende da sua precedência* (Santos, 2007:317). Assim, importa apresentar duas considerações sobre a realização deste requisito: por um lado, constitui uma operação que coloca todos os sócios num patamar de igualdade, pois a oferta é dirigida a todos os titulares de valores mobiliários e, por outro lado, a oferta constitui a operação que decide a realização da aquisição potestativa.

A constituição do direito de aquisição potestativa está ainda dependente de um duplo critério percentual cujo valor encontra-se fixado nos 90%. A percentagem foi mantida mesmo com a transposição da Diretiva das OPA, isto significa que o legislador já contemplava o referido valor percentual na ordem jurídica portuguesa, mais precisamente no art. 194.º do CVM para as sociedades abertas e no art. 490.º do CSC para as sociedades consideradas fechadas.

No que concerne ao critério de detenção de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social não representa qualquer novidade na lei mobiliária, nem qualquer tipo de obstáculo à sua realização. Ainda, representa o critério percentual comum em matéria de aquisição potestativa no que concerne à sua regulação nos termos do art. 194.º do CVM e o art. 490.º do CSC.

Por outro lado, a percentagem mínima de 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta que o sócio maioritário deve atingir ou ultrapassar constitui uma novidade no direito interno perante a introdução das diretrizes comunitárias. Com efeito, cumpre apresentar duas reflexões sobre o referido critério percentual: por um lado, representa um critério não previsto na lei societária nos termos do art. 490.º do CSC o que denota o carácter mais exigente quanto aos requisitos legais para as sociedades abertas com a exigência de um duplo critério percentual, ao passo que nas sociedades consideradas fechadas tendo em conta o disposto no art. 490.º apenas impõe a concretização de um critério percentual e por outro lado, representa um critério exigente sob ponto de vista da sua concretização que na maioria dos casos constitui o critério percentual mais difícil de alcançar tal como ocorreu no âmbito do caso Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, SA em que o oferente não conseguiu realizar o direito de aquisição potestativa pois não atingiu este requisito percentual, tal como veremos adiante.

### *O duplo requisito legal da aquisição potestativa nos Estados-membros analisados*

A questão do duplo requisito legal com o intuito de exercer o direito de aquisição potestativa nos Estados-membros analisados anteriormente comporta por um lado características convergentes inerentes a todos os Estados-membros que cumprem o objetivo da harmonia desejável entre os Estados-membros e por outro lado, características divergentes que demonstram a defesa da soberania estadual em que cada país adota as diretrizes comunitárias mais favoráveis ao direito interno.

Assim, constituem características convergentes a todos os Estados-membros analisados anteriormente as seguintes:

- i) limite temporal de três meses para o exercício do direito, uma vez que a diretiva impõe nos termos do n.º 4 do art. 15.º que caso o oferente pretenda exercer o direito deverá fazê-lo nos três meses seguintes à aceitação da oferta geral. A imposição comunitária ditou a diminuição do prazo em alguns países, tal como aconteceu com Portugal, Itália e Reino Unido com o objetivo de igualar as condições a nível comunitário para realizar o direito. Neste sentido, o prazo é único e imposto, não sendo concedido aos Estados-membros qualquer disposição em contrário;
- ii) o lançamento de uma OPA geral que constitui o denominador comum enquanto requisito legal. O lançamento de uma OPA geral representa o requisito que permite alcançar o duplo critério percentual das alíneas do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA. Todavia, importa ressaltar que a alínea b) do referido preceito refere a celebração de um contrato firme que permite alcançar os mesmos requisitos legais. O Reino Unido adotou a situação integral prevista na alínea b) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA com a previsão da celebração de um contrato, ao contrário do que acontece com Portugal e Espanha que não fazem qualquer menção à celebração de um contrato;
- iii) dependência entre o direito de aquisição e alienação potestativa e por conseguinte, a não autonomização do direito de alienação potestativa uma vez que a sua concretização depende dos requisitos exigidos para a aquisição potestativa. A Diretiva das OPA nos termos do art. 16.º apenas consagra o direito de alienação potestativa aos titulares das ações remanescentes, o que implica que o sócio maioritário terá de alcançar os requisitos exigidos para que o sócio minoritário possa exercer o seu direito.

Por outro lado, constituem aspetos divergentes entre os Estados-membros anteriormente analisados os seguintes:

- i) diferença entre os duplos critérios percentuais, em que por um lado é exigido ao oferente a detenção de valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital com direito de voto e 90% dos direitos de voto da sociedade visada (alínea a) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA) e por outro lado, é exigido ao oferente a detenção na sequência da aceitação da oferta de valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital da sociedade visada com direito de voto e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta (alínea b) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA);
- ii) valor percentual para efetuar o lançamento de uma OPA geral, que apesar de constituir um denominador comum a todos os Estados-membros cada país apresenta um valor diferente para a sua concretização. Assim, no caso português o legislador impõe um valor percentual de 33,33% (um terço) ou 50% (metade) dos direitos de voto, o legislador espanhol, alemão e italiano impõem um valor percentual de 30% dos direitos de voto, o legislador francês impõe um valor percentual de 33,33% dos direitos de voto e por fim, o legislador britânico impõe um valor percentual de 30% dos direitos de voto para o oferente que não atue em concertação e um valor percentual de 30% ou 50% dos direitos de voto para o oferente que atue em concertação;
- iii) diferença da fasquia percentual entre os países que adotam a alínea a) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA, em que apesar da adoção da mesma situação podem os valores percentuais diferir entre os Estados-membros, tal como acontece com a França e a Itália que elevaram a fasquia percentual até 95% o que representa a adoção do valor máximo permitido e por outro lado, a Alemanha que apenas adotou o valor percentual de referência da alínea correspondente a 90%.

A situação acolhida por cada Estado-membro no que respeita ao duplo critério percentual e por conseguinte, às características das sociedades de cada Estado-membro leva à existência de diferentes graus de exigência para exercer o direito de aquisição potestativa, sendo que pode ser considerado adequado ou elevado quanto às características dos países analisados.

Tal como vimos anteriormente, Portugal apresenta um grau de exigência elevado face ao agravamento do duplo critério percentual com a transposição da Diretiva das OPA para o direito interno. Desta forma, defendemos que a situação prevista na alínea a) em



consonância com as particularidades das sociedades abertas portuguesas constitui a solução mais adequada ao direito interno português.

A doutrina portuguesa apesar de defender a elevada exigência do duplo critério percentual, não faz qualquer referência a uma possível mudança de regime e de que forma pode ocorrer tal modificação. Contudo, resulta da nossa interpretação da Diretiva das OPA que nada obsta a uma mudança de solução a adotar, e caso não seja essa a vontade do legislador português, cabe ao mesmo garantir outras soluções tal como veremos mais adiante para tornar o direito concretizável no direito português.

O legislador espanhol à semelhança do que ocorre no direito português adotou o duplo requisito legal tendo como pressuposto essencial a oferta o que implica a adoção do duplo critério percentual mais exigente.

A doutrina espanhola considera que o legislador optou pela alternativa *más conservadora*, das situações passíveis de serem adotadas, pois representa a adoção da situação mais exigente e complexa que acarreta para os sócios majoritários uma dificuldade acrescida quanto à concretização das *compraventas forzosas* perante o cumprimento de tais requisitos. Neste sentido, considera que dada a elevada concentração societária a imposição do duplo requisito implica uma dificuldade quanto à realização do direito, sendo preferível adotar a situação que implica o duplo critério percentual referente aos direitos de voto (Galego, 2006:155).

O legislador espanhol respondeu de forma tardia à imposição comunitária operada pela Diretiva das OPA dando cumprimento ao objetivo universal no seio da UE de harmonia em matéria de OPA. A comprovada inovação na lei espanhola quanto à matéria não é suficiente para dar resposta à complexidade do regime, sendo possível afirmar em consonância do que dissemos em relação ao regime jurídico português que a solução adotada não facilita o exercício do direito, pelo contrário, traduz uma exigência que não é justificável face às características das sociedades de ambos os países.

Neste sentido, podemos afirmar que a situação adotada pelos países ibéricos não constitui a solução mais adequada aos regimes jurídicos, dada a exigência dos requisitos em comparação com a situação não adotada.

O Reino Unido também adotou o duplo critério percentual presente na alínea b) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA à semelhança do que aconteceu com Portugal e Espanha. Todavia, ao contrário do que acontece com estes últimos tal solução não representa um problema para o direito interno britânico, uma vez que tal situação já era contemplada pela lei britânica. Tal como vimos inicialmente neste trabalho o Reino Unido

constitui um dos países pioneiros na consagração da matéria referente à aquisição potestativa no âmbito legislativo. O Reino Unido detém uma enorme tradição legislativa nesta matéria daí que a solução adotada seja mais complexa do que os restantes países que adotaram tal solução devido à menção de um contrato enquanto requisito legal para realizar a aquisição potestativa que consta no direito interno desde a versão original da lei que contempla a matéria da aquisição potestativa.

O legislador português e o legislador espanhol adotaram tal solução, porém não possuem as ferramentas necessárias para que o direito de aquisição potestativa possa ser concretizado tal como acontece no Reino Unido sem os problemas já conhecidos no direito interno português e aqueles que se adivinham no direito interno espanhol.

A adoção da situação prevista na alínea a) foi efetuada pelo direito interno francês, italiano e alemão, com as devidas adaptações.

No direito francês os requisitos exigidos para o exercício do direito de *retrait obligatoire* consistem na obtenção de 95% do capital com direitos de voto ou 95% dos direitos de voto da sociedade visada, o que representa a adoção da situação mais adequada ao mercado regulamentado e as sociedades no âmbito do direito interno francês.

Por outro lado, no direito italiano o grau de exigência sofreu alterações com a transposição da Diretiva das OPA uma vez que o valor foi diminuído de 98% para 95% referente ao capital com direitos de voto e 95% dos direitos de voto da sociedade visada. Neste sentido, compreendemos que o legislador italiano adotou a situação mais adequada ao mercado regulamentado italiano, sendo que a situação adotada não representa qualquer dificuldade na sua concretização, uma vez que o valor percentual foi atenuado.

Finalmente, no direito alemão consideramos que o grau de exigência da solução adotada é adequado devido à estrutura das sociedades alemãs uma vez que adotou a situação menos exigente em que impõe o duplo critério percentual referente aos direitos de voto e ainda, adotou o valor percentual mínimo de 90%. A posição do legislador alemão prende-se com a relutância demonstrada pelas sociedades alemãs quanto à realização de uma OPA que no limite pode representar uma OPA hostil.

Em jeito de conclusão podemos afirmar no que respeita ao duplo critério percentual previsto na alínea b) que o grau de exigência é elevado nos países ibéricos, ao passo do que acontece com o país britânico em que o grau de exigência é adequado devido ao fator histórico e legislativo na consagração da matéria. Por outro lado, no que concerne ao duplo critério percentual previsto na alínea a) o grau de exigência apresenta-se como adequado

em todos os Estados-membros analisados o que evidencia a posição defendida por nós sobre o grau de exigência que cada situação comporta.

A doutrina portuguesa considera que *visou-se na Directiva uma harmonização mínima, dadas as divergências muito acentuadas que subsistem entre os Estados-membros nesta matéria* (Vicente, 2007:477).

Ainda existe um longo caminho a percorrer pelo legislador comunitário no sentido de colmatar os problemas inerentes à aplicação da Diretiva. O Reino Unido enquanto Estado pioneiro na consagração da matéria de OPA em especial a matéria da aquisição potestativa no que respeita ao duplo critério percentual leva-nos a considerar que a saída da comunidade europeia não implica uma mudança legislativa naquele país em matéria de OPA, porém as influências normativas em relação aos restantes Estados-membros permanecem, deixando apenas a dúvida sobre a permanência ou desaparecimento dessas mesmas influências na União Europeia e por conseguinte, nos Estados-membros após a saída.

### **3.1 A imposição legal do duplo requisito face à transposição da Diretiva das OPA**

O legislador face à transposição da Diretiva das OPA adotou a posição consagrada no art. 15.º n.º 1 alínea b) com a seguinte redação:

*b) o oferente tenha adquirido ou celebrado um contrato firme para adquirir, na sequência da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital da sociedade visada com direito de voto e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.*

A doutrina afirma que a segunda situação prevista no texto comunitário *é muito mais exigente, pois enquadra a aquisição potestativa na própria oferta antecedente. Nessa medida, o direito potestativo de aquisição das ações remanescentes torna-se reforçadamente incontestável, uma vez que foi legitimado pela adesão maciça dos destinatários à oferta antecedente* (Santos, 2007:350).

A nossa posição em relação à decisão tomada pelo legislador português corresponde à posição defendida pela doutrina que entende que a decisão representa um carácter exigente, pois torna-se difícil para o sócio maioritário atingir tais requisitos. Contudo, importa salientar que consideramos a situação mais exigente tendo em conta as

particularidades do ordenamento jurídico português, mais precisamente a estrutura das sociedades abertas portuguesas, pois tal como vimos anteriormente, tal consideração sofre contradições quando confrontada com a situação existente em outros países.

A doutrina considera que o regime de *aquisição e alienação potestativa previsto na diretiva não oferece qualquer especialidade no ordenamento nacional, dado que pouco difere em substância do regime previsto no Código dos Valores Mobiliários, pois ao nível do direito nacional, boa parte das soluções consagradas no texto final da Directiva das OPA teve o seu primeiro reflexo, ainda em 1999, no actual Código dos Valores Mobiliários* (Couto, 2006:70). Com efeito, concordamos com tal afirmação na medida em que a substância do direito mantém-se tendo apenas sido acrescentado um critério percentual para o alcançar, ao contrário do que considera a doutrina que entende que *as alterações introduzidas nos artigos 194.º a 196.º do Código dos Valores Mobiliários visam, no essencial, a harmonização dos prazos para lançamento destas ofertas e sobre a presunção da justeza da contrapartida* (Couto, 2006:76).

Apesar de entendermos que a Diretiva das OPA constitui um documento imposto aos Estados-membros importa indagar sobre a necessidade dos requisitos no contexto do ordenamento jurídico português que justifique a escolha do legislador.

No que respeita à necessidade do lançamento de uma OPA geral enquanto pressuposto para a concretização do direito de aquisição potestativa a doutrina entende com base no Relatório elaborado pelo *High Level Group of Company Law Experts* que o lançamento de uma OPA geral torna-se necessário na medida em que *a não regulação de semelhante direito (aquisição potestativa) constituía um impedimento ao lançamento de ofertas voluntárias, pelo que a atribuição deve ser encarada como um incentivo para o lançamento de ofertas públicas de aquisição gerais, enquanto meio adequado para desenvolver um eficiente mercado de controlo societário no espaço europeu* (Santos, 2007:337).

Diversamente, outro grupo de peritos, designado por *Forum Europaeum Corporate Group Law* considera que o direito de aquisição potestativa não deve estar limitado à realização do lançamento de uma OPA geral, sendo mais *desejável que o direito de aquisição potestativa não esteja limitado àquela situação, sendo admissível o seu exercício sempre que determinado limite de direitos de voto seja atingido* (Santos, 2007:337).

O lançamento de uma OPA geral representa uma operação de maior importância no processo da aquisição potestativa e justifica-se por constituir um mecanismo que pretende servir os interesses de ambas as partes. Por um lado, pretende ajudar o sócio maioritário a

adquirir o domínio total da sociedade através de uma forma transparente em que todos os sócios tem acesso à informação da vontade do sócio maioritário, uma vez que a oferta é dirigida a todos os sócios da sociedade visada. Por outro lado, serve o sócio minoritário na medida em que lhe concede proteção através das informações que lhe são concedidas ao longo de todo o processo, permitindo a alienação das participações sociais de uma forma justa, que no âmbito de uma negociação particular poderia não ser possível alcançar.

O lançamento de uma OPA geral não constitui uma novidade no ordenamento interno face à imposição comunitária, isto significa que a versão originária do art. 194.º do CVM já contemplava tal requisito.

O segundo requisito da posição adotada pelo legislador que integra o duplo critério percentual, podemos afirmar que o mesmo não serve nenhuma das partes, uma vez que constitui um duplo critério exigente e difícil de alcançar por parte do sócio maioritário que pode levar ao condicionamento da situação do sócio minoritário.

Neste sentido, a doutrina defende que *a fixação de limiares quantitativos como aquele em apreço constitui sempre um mecanismo difícil da ação legiferante; mas neste caso a opção nacional afigura-se suficientemente amparada no sistema jurídico* (Câmara, 2011:756). Porém, da posição apresentada concordamos com a ideia de que o duplo critério percentual constitui um mecanismo difícil de alcançar, mas discordamos na medida em que defende a existência de um sistema jurídico que sustente o duplo critério percentual.

Na realidade, tanto a Diretiva das OPA como o legislador português não apresentam a par da regulação do exercício do direito de aquisição potestativa uma solução para o não preenchimento do duplo requisito legal e por conseguinte, a não concretização do direito, cabendo assim ao intérprete encontrar a solução adequada tendo em conta as soluções previstas na lei interna. Desta forma, podemos considerar que o direito pode ser uniforme em relação à sua concretização, mas no que respeita à solução a adotar no caso de não concretização as soluções podem diferir entre os Estados, não sendo atingida a completa harmonia pretendida.

A solução adotada pelo legislador português face à transposição da Diretiva das OPA implica efeitos positivos e efeitos negativos que importa averiguar.

Assim, constituem efeitos positivos da solução adotada os seguintes:

- i) harmonização europeia, pois a situação adotada resulta de um diploma há muito esperado no seio da UE na medida em que pretendia colmatar uma lacuna legislativa. O Relatório elaborado pelo *High Level Group of Company Law Experts*

defende que constitui um *objetivo importante do seio da UE a criação de um mercado integrado de capitais na União, em que a regulamentação das ofertas públicas de aquisição constitui um elemento chave deste mercado integrado*. Assim, a inexistência de um diploma que regulasse a matéria de OPA intrínseco a todos os Estados-membros foi dissipada pela entrada em vigor da Diretiva das OPA em 2004 sendo imposto aos Estados-membros a transição *das disposições legislativas, regulamentares e administrativas para dar cumprimento à presente diretiva até 20 de Maio de 2006 e informar imediatamente a Comissão desse facto* (art. 21.º da Diretiva das OPA). Porém, o legislador português ultrapassou o referido prazo tendo o decreto-lei que transportou para o direito interno a Diretiva das OPA sido promulgado em Outubro de 2006. A morosidade legislativa a nível interno, tal como aconteceu em vários Estados-membros resulta *da sensibilidade política envolvendo algumas das questões por ela abrangidas, igualmente responsável em larga medida pelo atraso na aprovação do texto final da Diretiva* (Couto, 2006:70). A doutrina considera que o *principal propósito da harmonização europeia da legislação empresarial consiste em assegurar condições legais mínimas idênticas para que as sociedades compitam entre si em situação de igualdade no espaço europeu* (Vaz, 2000:41);

- ii) carácter rigoroso do processo de aquisição potestativa de forma a proteger o sócio minoritário apesar da sujeição que lhe é inerente. A proteção do sócio minoritário é assegurada pela imposição de uma contrapartida justa e a existência do direito de alienação potestativa;
- iii) a situação adotada resulta de uma decisão do legislador português apesar da imposição feita pela UE, o que denota o carácter discricionário concedido aos Estados-membros, que embora limitativo pretende dissipar as disparidades existentes nessa matéria, de forma harmoniosa e não meramente impositiva;
- iv) preocupação com a justeza da contrapartida enquanto meio de harmonização. A preocupação do legislador comunitário encontra-se presente no art. 15.º n.º 2 da Diretiva das OPA, sendo que dispõe que *os Estados-Membros asseguram que o oferente possa exigir que todos os titulares dos valores mobiliários remanescentes lhe transmitam esses valores mobiliários com base num preço justo*. A menção à contrapartida justa no ordenamento interno resulta da transposição da Diretiva das OPA adotando as preocupações comunitárias de modo a reforçar a proteção do sócio minoritário perante uma posição maioritária.

v) redução do prazo para o exercício do direito de aquisição potestativa. Apesar de entendermos que a redução do prazo para a realização do direito resulta de imposição comunitária, com vista à harmonização temporal, importa evidenciar que a mesma está relacionada com *o princípio de que a sociedade visada não deve, em virtude de uma oferta respeitante aos seus valores mobiliários, ser perturbada no exercício da sua atividade para além de um período razoável* (Couto, 2006:71). Assim, o prazo de três meses é adequado para que o sócio maioritário por ato voluntário decida avançar com a aquisição potestativa.

Por outro lado, constituem efeitos negativos da solução adotada os seguintes:

- i) carácter exigente que dificulta a concretização do direito, tanto para o sócio maioritário como para o sócio minoritário, que pretende adquirir ou alienar as ações remanescentes respetivamente. Atualmente, a não concretização de ambos os direitos deve-se à dificuldade de alcançar os requisitos, uma vez que a elevada exigência dos mesmos figura um obstáculo aos intervenientes no exercício pleno dos seus direitos;
- ii) o não preenchimento do duplo requisito coloca a sociedade e os sócios numa situação de impasse revelando problemas que colocam em causa a sociedade e a relação entre o sócio maioritário e minoritário. Assim, a aquisição potestativa não deve revestir um direito que dificulte as relações no seio da sociedade, sendo pelo contrário desejável que o direito seja sinónimo de um mecanismo que proporcione harmonia entre as partes;
- iii) carácter de sujeição imposto ao sócio minoritário, sendo-lhe negada a expressão da sua vontade numa relação societária que se pretende justa, harmoniosa e livre. Desta forma, alguns autores defendem que o direito de aquisição potestativa afeta alguns direitos do sócio minoritário na medida em que restringe o exercício dos mesmos em prol de uma operação que consideram ser expropriativa, tal como veremos mais adiante;
- iv) demasiada importância concedida a uma única operação – OPA geral. Apesar de defendermos que o lançamento de uma OPA geral reveste a maior importância no âmbito da aquisição potestativa e concede benefícios a todos os intervenientes, é possível perceber que a elevada importância concedida pelo legislador à concretização da operação, principalmente pelo critério percentual que abrange os resultados obtidos no âmbito da oferta, pode causar constrangimentos e pressões no lançamento da OPA geral no sentido de que a sua realização deve ser bem sucedida

e com isso alcançar o duplo requisito legal para a realização da aquisição potestativa, sem recorrer a outras soluções legais.

A solução adotada pelo legislador português face à transposição da Diretiva das OPA reforçou a autonomização do regime mobiliário face ao regime societário em matéria de aquisição potestativa, introduzida no ordenamento interno pelo art. 194.º do CVM. Porém, tal autonomização implicou o aumento da exigência no que respeita aos requisitos legais tornando a aquisição potestativa quase inatingível.

O legislador português apesar da escolha efetuada tinha uma outra solução passível de ser adotada, que consta do art. 15.º n.º 1 da alínea a) da Diretiva das OPA com a seguinte redação:

*a) o oferente detenha valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital com direito de voto e 90% dos direitos de voto da sociedade visada.*

Desta forma, importa refletir se a solução não adotada seria para a ordem jurídica portuguesa uma solução melhor do ponto de vista da sua concretização, evitando os problemas inerentes à solução adotada e quais os efeitos positivos e negativos da mesma.

A solução não adotada pelo legislador português comporta um duplo requisito percentual. Todavia, a realização de uma OPA geral constitui a operação antecedente para realizar a aquisição potestativa nos vários Estados-membros que adotam este duplo requisito legal resultado da redação dada pelo legislador comunitário nos termos do n.º 1 do art. 15.º da Diretiva das OPA.

As duas situações consagradas na Diretiva das OPA para o exercício do direito de aquisição potestativa implicam uma referência ao direito de voto. No caso da situação não adotada o fator predominante que consagra o duplo requisito para a concretização do direito consiste no direito de voto, por contraposição ao requisito predominante relacionado com a oferta pela exigência de obtenção de 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta que constitui o critério mais difícil de alcançar no caso da situação adotada pelo legislador. Ainda, é possível ao Estado-membro *estabelecer um limiar mais elevado, mas nunca superior a 95% do capital com direito de voto e 95% dos direitos de voto da sociedade* no caso da situação não adotada pelo legislador (art. 15.º n.º 2 da Diretiva das OPA).

O legislador português a par da comunidade europeia não faz qualquer menção aos titulares de ações preferenciais sem voto. Com efeito, importa salientar que ambos as



situações previstas no preceito comunitário implicam uma menção aos direitos de voto, isto significa que por um lado, os valores mobiliários representam o capital com direito de voto e por outro lado, devem ser alcançados direitos de voto da sociedade visada.

Assim, em ambas as situações passíveis de ser adotadas ficam excluídos os titulares de ações preferenciais sem voto, uma vez que *a aquisição potestativa visa a constituição de uma relação de domínio total, a qual apenas é possível, neste contexto, através da participação no capital* (Santos, 2007:335). As ações preferenciais sem voto constituem um instrumento de investimento, estando excluídos das decisões da sociedade. Porém, devido à aquisição potestativa que pretende alcançar o domínio total da sociedade visada, tem influência sobre os titulares das ações preferenciais sem voto, uma vez que os mesmos investem tendo em conta a performance da sociedade. Desta forma, a doutrina entende que *deve-lhes ser concedido o direito unilateral de abandonar a sociedade em lugar de submeter o seu investimento à possível nova fonte de controlo sobre a sociedade* (Santos, 2007:334), sendo igualmente adequado uma contrapartida justa pela alienação das participações sociais.

Assim, aos titulares das ações preferenciais sem voto deve ser concedido o direito de alienar as suas ações. Porém, não é permitido efetuar tal operação através da alienação potestativa, uma vez o direito de alienar potestativamente as ações remanescentes é concedido a cada um dos titulares das ações remanescentes decorrente do lançamento de uma OPA geral. Desta forma, no âmbito do lançamento de uma OPA geral com vista à aquisição do domínio total da sociedade as ações sem direito de voto consideram-se insignificantes para o oferente, em que este não tem qualquer interesse em adquirir tais participações. Assim, resta aos titulares das ações a negociação particular para deste modo abandonar a sociedade caso seja a sua vontade.

Decorre da análise efetuada que a solução não adotada constitui uma solução passível de ser concretizada no ordenamento jurídico interno. A situação comporta um duplo requisito que entendemos ser menos exigente, uma vez que o duplo critério percentual torna-se mais fácil de alcançar do que o critério percentual na solução adotada pelo legislador português.

A solução não adotada pelo legislador português face à transposição da Diretiva das OPA implica efeitos positivos e efeitos negativos que importa analisar.

Assim, constituem efeitos positivos da solução não adotada pelo legislador os seguintes:

- i) harmonização europeia, pois tal como foi dito *supra* a Diretiva das OPA representa um diploma há muito esperado no seio da UE na medida em que pretendia colmatar uma lacuna legislativa, regulando a matéria das OPA de modo a dissipar as disparidades existentes entre os Estados-membros. Apesar da tomada de decisão do legislador português, outros Estados-membros adotaram esta solução, como França e Itália, o que coloca em evidência o carácter discricionário concedido aos Estados-membros;
- ii) carácter menos exigente, uma vez que a aquisição potestativa é concretizada dependendo exclusivamente de um duplo critério quantitativo relacionado com os direitos de voto da sociedade visada;
- iii) importância concedida ao direito de voto. O direito de voto constitui um mecanismo que garante a expressão da vontade do titular na tomada de decisões. Todavia, a exigência dos direitos de voto no duplo requisito da situação não adotada representa um mecanismo que facilmente o oferente pode alcançar, ao contrário do que acontece com a solução adotada em que existe uma dependência da oferta, que pode produzir efeitos contrários às expectativas do oferente.

Por outro lado, o carácter de sujeição imposto ao sócio minoritário no âmbito da concretização do direito de aquisição potestativa constitui o efeito negativo da solução não adotada pelo legislador.

A modificação legislativa operada pelo legislador traduz o aumento da exigência no que respeita à concretização do direito de aquisição potestativa, bem como a alteração de aspetos substanciais, como o prazo e a justeza da contrapartida.

O Relatório final da consulta pública n.º 11/2005<sup>5</sup> afirma que *o legislador se deveria bastar à mínima intervenção para efeitos de transposição da Directiva, reservando-se à CMVM o papel de completar, onde conveniente, as disposições legais, mediante regulamento. Ora, deve dizer-se que, de facto, a presente intervenção legislativa se atém ao mínimo, visando simplesmente a transposição da Directiva das OPA e da Directiva da Transparência, na parte aplicável ao regime de imputação de votos* (Relatório final da consulta pública n.º 11/2005, Janeiro de 2006:1).

---

<sup>5</sup> O Relatório final da consulta pública n.º 11/2005 consiste num documento de análise decorrente das respostas efetuadas no âmbito de consulta pública da CMVM n.º 11/2005 sobre o projeto de transição da Diretiva das OPA para o direito interno. A referida consulta pública decorreu entre os dias 8 de Novembro e 18 de Dezembro de 2005, tendo sido recebidas nove propostas escritas, elaboradas maioritariamente pelas sociedades integrantes no mercado regulamentado e ainda, sociedades de advogados.

Desta forma, compreende-se que a modificação legislativa substancial contrapõe com a acentuada intervenção administrativa por parte da CMVM, independente e imparcial no que respeita às operações efetuadas pela sociedade aberta, quer em relação à aquisição potestativa como às soluções possíveis no caso da não concretização do direito de adquirir as ações remanescentes.

### **3.2 A concretização do duplo requisito legal: (des) proteção do sócio minoritário**

A aquisição potestativa perante o cumprimento do duplo requisito constitui um importante mecanismo de concentração societária, em que o sócio maioritário pretende tornar-se sócio único fundamentalmente por dois motivos: afastar o sócio minoritário e transformar a sociedade.

O sócio maioritário pretende afastar o sócio minoritário por dois motivos: por um lado, pretende afastá-lo das decisões da sociedade, uma vez que a posição societária do sócio minoritário pode de algum modo afetar os interesses da sociedade e por outro lado, pretende exonerar-se dos direitos e deveres inerentes aos sócios no âmbito de uma sociedade, como o direito de informação e o direito aos dividendos correspondentes à sua participação social.

Ainda, o sócio maioritário pretende a transformação da sociedade através da aquisição potestativa, porque implica a saída do mercado, em que tornando-se uma sociedade fechada à qual não é imposta um conjunto de constrangimentos, dos quais se destacam os deveres inerentes aos sócios e à própria sociedade que enquanto sociedades abertas tornam-se mais exigentes.

Como vimos, o sócio maioritário perante o exercício do direito de aquisição potestativa tem benefícios, porém importa refletir se o direito de aquisição potestativa corresponde a um mecanismo de proteção do sócio minoritário na medida em que lhe permite a saída da sociedade de uma forma justa sem abusos por parte do sócio maioritário ou, se por outro lado, corresponde a uma forma de expropriação, colocando em causa os seus direitos e assim conduzir a um processo de desproteção dos mesmos perante o exercício do direito de aquisição potestativa.

A doutrina considera que *quando aos direitos de voto dos acionistas minoritários se contrapõem os direitos de voto do acionista maioritário qualificado, afinal, iguais ou superiores a 90% da totalidade, aquelas participações acabam por ser “demasiado*

*insignificantes*” (Santos, 2007:348). Assim, um sócio que detém uma participação correspondente a uma percentagem inferior a 10% torna a sua posição insignificante uma vez que a participação que detém não lhe concede qualquer tipo de influência na tomada de decisões na sociedade, sendo mais benéfico para o sócio minoritário a saída da sociedade deixando de estar refém dos interesses de outros sócios e até mesmo da sociedade.

Apesar do referido benefício em prol do sócio minoritário, o direito de aquisição potestativa não deixa de corresponder a um direito potestativo, que uma vez verificado impõe a saída do sócio minoritário, isto significa que *o “insider” força os “outsiders” a alienar as respetivas participações sociais, adquirindo-as compulsivamente* (Santos, 2007:281).

Neste sentido, a doutrina qualifica o direito de aquisição potestativa inerente ao sócio maioritário e o direito de alienação potestativa inerente ao sócio minoritário *como direitos potestativos, na medida em que se atribui o poder de, mediante simples manifestação de vontade, produzir, inelutavelmente, efeitos na esfera jurídica de outrem que fica, respectivamente, num estado de sujeição, não podendo impedir a produção de efeitos de direito, efeitos que se dirigem à extinção e à constituição da relação de socialidade existente entre um conjunto de pessoas, titulares de participações sociais, e uma dada corporação social* (Sá, 2009:160).

A natureza impositiva do direito, enquanto direito potestativo leva a aquisições forçadas no âmbito da aquisição potestativa em que a contraparte é obrigada a concordar com a alienação das respetivas participações sociais o que corresponde a uma decisão unilateral do sócio maioritário. Neste sentido, a doutrina afirma que *se a lei não tivesse conferido ao accionista maioritário a faculdade de adquirir potestativamente as ações dos demais accionistas, aquele não o poderia fazer por acto unilateral. As acções remanescentes não poderiam ser adquiridas por força de um acto de vontade de uma parte, mas sim através do consenso entre os intervenientes, adquirente e alienante, quanto à realização do negócio em causa e às condições ao mesmo aplicáveis* (Santos, 2007:287-288).

Neste sentido, compreendemos em consonância com a generalidade da doutrina que o direito de aquisição potestativa pelo facto de implicar um estado de sujeição configura-se como um direito potestativo extintivo, uma vez que *se dirige no sentido de extinguir a relação de socialidade existente entre um conjunto de pessoas, titulares de participações sociais, e uma dada corporação social* (Antunes A. F., 2007:221).

O direito de aquisição potestativa concede ao sócio minoritário um estado de sujeição, tornando a sua posição na sociedade supérflua, sendo que importa ressaltar que o legislador quando regulou o direito de adquirir potestativamente as ações remanescentes não desconsiderou totalmente o sócio minoritário levando à regulamentação de garantias para que a saída da sociedade seja justa e adequada. Deste modo, é garantido ao sócio minoritário uma contrapartida justa e um direito de alienação potestativa.

A necessidade de uma contrapartida justa a um preço equitativo resulta de uma preocupação inerente a todos os Estados-membros, enquanto mecanismo de salvaguarda de um direito impositivo, incontestável e forçado.

Neste sentido, Miguel Cadilhe defende um mecanismo adicional de salvaguarda e proteção do acionista minoritário, designado por *Prémio de Hostilidade Coactiva (PHC)* que permite ao sócio livre receber um valor suplementar pela alienação das suas participações sociais da sociedade visada (Cadilhe, 2014:874). Não podemos concordar com esta posição, uma vez que poderia causar abusos, na medida em que os sócios recusem alienar as suas ações no decorrer de uma OPA geral, para que adquirindo o estatuto de sócios minoritários titulares das ações remanescentes lhes seja concedido um prémio adicional acabando por receber um valor superior aos sócios que alienaram as suas participações na primeira operação. Assim, assumimos que é devido ao sócio minoritário uma contrapartida justa em todas as fases do processo, independentemente da recusa ou aceitação da alienação das participações sociais no âmbito da OPA geral.

A garantia de alienação potestativa das ações remanescentes concedida ao sócio minoritário coloca em evidência duas questões. A primeira questão consiste em averiguar se existe um carácter impositivo relativo ao sócio maioritário forçando este a adquirir as ações remanescentes. A segunda questão decorre das considerações efetuadas na questão anterior, em que pretendemos analisar se existe uma desproteção dos direitos do sócio maioritário na medida em que pode ser forçado a adquirir as ações sendo contrário à sua vontade.

A resposta à primeira questão é afirmativa. A alienação potestativa implica num primeiro momento um convite por parte do sócio minoritário dirigido ao sócio maioritário para que este faça uma proposta de aquisição das ações remanescentes. Num segundo momento, em que a proposta decorrente do referido convite seja considerada insatisfatória

ou até mesmo inexistente implica que seja concedido a qualquer titular de ações remanescentes tomar a decisão de alienação potestativa <sup>6</sup>.

O direito de alienação potestativa constitui um direito dependente da aquisição potestativa e nesta medida corresponde a uma *oportunidade dos investidores que comprem as ações remanescentes depois de finda a Oferta Pública de Aquisição e possam exercer nesses termos a alienação potestativa exatamente igual (proporcional e equilibrada) à oportunidade que a Oferente que lançou a Oferta Pública de Aquisição comprar exatamente as mesmas ações remanescentes a igual preço, evitando assim os efeitos da alienação potestativa (...). Com efeito, verificados certos pressupostos, o titular das acções remanescentes (qualquer titular de acções remanescentes) pode obrigar o sócio dominante a adquirir aquelas acções (...)* (TCA Sul, 14-07-2016).

A dependência dos direitos assenta no entendimento de que o direito de alienação potestativa enquanto direito potestativo implica uma sujeição, sendo que neste caso o destinatário será o sócio maioritário. Se o direito de aquisição potestativa é entendido por maioria de razão, como um direito que pretende a saída compulsiva do sócio minoritário da sociedade através do exercício de um direito impositivo e incontestável, desta forma podemos afirmar que o direito de alienação potestativa concedido ao sócio minoritário corresponde às mesmas especificidades, na medida em que priva o sócio maioritário do exercício pleno dos seus direitos. Assim, entendemos que o exercício do direito de alienação potestativa depende de uma decisão unilateral do sócio minoritário, ficando excluída a vontade do sócio maioritário.

---

<sup>6</sup> O acórdão do TCA Sul de 14-07-2016 pronunciou-se sobre a questão da titularidade das ações remanescentes. No processo está em causa a restrição do direito de alienação potestativa, concedido apenas aos titulares das ações da sociedade visada à data do apuramento dos resultados da OPA geral. Tal restrição, tal como resulta da referida sentença coloca em causa princípios constitucionalmente consagrados como o princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas. Assim, tendo em conta o disposto no texto probatório o direito de alienação potestativa não pode ser restringido sob pena de resultar em inconstitucionalidade, sendo que *onde a lei não distingue, não pode o intérprete distinguir*.

O acórdão do TRE de 15-03-2007 pronunciou-se no mesmo sentido em que *o sócio minoritário de uma sociedade (com uma participação de 10% no capital social) tem o direito de exigir à sociedade maioritária dominante (com 90% do capital social) oferta de aquisição das suas quotas ou ações, mesmo quando tal distribuição do capital social se achava já feita desde o início da constituição da sociedade detida*.

É nosso entendimento em consonância com a posição apresentada que o titular das ações remanescentes não tem necessariamente que corresponder ao sócio que foi alvo da oferta geral. O legislador português não faz qualquer tipo de distinção, entre titulares de ações remanescentes no âmbito da OPA geral ou decorrida a mesma, na medida em que apenas condiciona o direito de alienação potestativa ao titular das ações remanescentes, entendido como o titular de um valor percentual inferior a 10% do capital social da sociedade visada.

O entendimento exposto não resulta do texto da lei, uma vez que não deixa claro se a tomada de decisão do sócio minoritário constitui um estado de sujeição à contraparte. Contudo, a jurisprudência afirma que *qualquer operação nos mercados de valores [mobiliários] implicará o respeito, não apenas pela letra, mas igualmente pelo espírito das disposições legais ou regulamentares em vigor em cada Estado, bem como pelos princípios de boa conduta, em uso nos ditos mercados ou os recomendados para esse efeito* (TCA Sul, 14-07-2016).

No âmbito da aquisição potestativa o exercício do direito constitui um mecanismo de aceitação forçada por parte do sócio minoritário, o mesmo se pode dizer em relação ao sócio maioritário quando no exercício do direito de alienação potestativa é forçado a adquirir as ações.

A doutrina entende que *a aquisição forçada por parte do acionista maioritário pode parecer injusta, desproporcionada, inadequada* (Santos, 2007:284). Porém, é possível afirmar que o direito de alienação forçada por parte do acionista minoritário pode ser injusto na medida em que traduz uma obrigação inerente ao sócio maioritário. Neste sentido, a resposta à segunda questão é também afirmativa.

O sócio maioritário sendo colocado numa posição forçada de aquisição das ações sendo contrário à sua vontade, significa que existe uma desproteção dos direitos do sócio maioritário, como o direito de liberdade. A constituição do direito de aquisição potestativa é facultativo, isto é a sua realização depende da sua vontade, por outro lado, sendo forçado a adquirir as ações configura um meio de controlar todo o processo de aquisição do domínio total da sociedade.

Porém, importa ressaltar que o efeito lesivo subjacente aos direitos do sócio maioritário é substancialmente inferior ao efeito lesivo da aquisição potestativa imposta ao sócio minoritário. No que respeita ao sócio minoritário pode estar em causa a lesão do direito de propriedade privada, bem como o princípio da proporcionalidade, considerando se é proporcional o benefício conferido ao acionista dominante e a desvantagem para o acionista minoritário e ainda, o direito de liberdade de iniciativa económica. Por outro lado, a aquisição forçada das ações pode colocar em causa o direito de liberdade de iniciativa económica do sócio maioritário.

Decorre da análise efetuada que as garantias concedidas ao sócio minoritário no âmbito da sua saída forçada da sociedade constituem não só imposições num processo controverso, mas também direitos que podem afetar a contraparte. Com isto, pretendemos

evidenciar a importância dos direitos concedidos a ambas as partes, realçando que o carácter impositivo é inerente tanto ao sócio minoritário como ao sócio maioritário.

Apesar do carácter impositivo do direito da aquisição potestativa podemos admitir que o mesmo comporta uma proteção mesmo que relativa em relação ao sócio minoritário, uma vez que a saída da sociedade traduz garantias para a parte mais fraca da relação jurídica que é o sócio minoritário no entendimento de alguns autores.

Contudo, defendemos que o sócio minoritário não constitui a parte mais fraca do processo uma vez que *qualquer acionista poderá, individualmente, mediante a recusa de venda ou troca da sua participação no âmbito da oferta pública de aquisição antecedente, inviabilizar a constituição do direito de aquisição potestativa de forma muito mais eficaz, contanto que detenha, pelo menos, 10% dos direitos de voto objeto da oferta* (Santos, 2007:351).

Num primeiro momento podemos afirmar que existe uma proteção do sócio minoritário mesmo que relativa, uma vez que o regime da aquisição potestativa traduz um estado de sujeição e que o regime da alienação potestativa confere um direito ao sócio minoritário.

Em ambos os casos o objetivo será o abandono do sócio minoritário da sociedade, que na opinião da maioria da doutrina corresponde à decisão mais adequada, uma vez que a todos os sócios é conferido um direito de liberdade de iniciativa económica, não fazendo sentido que o sócio maioritário tenha que manter uma relação societária com os sócios minoritários e que estes últimos tenham que estar dependentes de interesses alheios que em nada podem corresponder à sua vontade. Desta forma, é pretendido que se eliminem *inevitáveis conflitos de interesse no seio da textura intrasocietária entre “tão larga maioria e tão fraca minoria” e se evita que sócios “totalmente marginalizados da vida societária” possam surgir como uma “minoria incómoda”* (Santos, 2007:280).

Contudo, alguns autores defendem que o regime de aquisição potestativa corresponde a um mecanismo de desproteção do sócio minoritário na medida em que coloca em causa direitos constitucionalmente consagrados podendo inclusive traduzir uma situação de expropriação e detenção forçada das suas participações sociais.

O tema da inconstitucionalidade do direito de aquisição potestativa já foi suscitado por diversas situações, porém sem consensos entre a jurisprudência e doutrina. A questão foi suscitada no âmbito do regime societário referente ao disposto no art. 490.º n.º 3 do CSC. Porém, dado que o legislador adaptou para o regime mobiliário o disposto no



referido preceito, daí podermos considerar que a questão é extensível ao regime mobiliário com as necessárias adaptações.

Na opinião de alguns autores o direito de aquisição potestativa viola os princípios de igualdade, propriedade privada e liberdade de iniciativa económica, bem como o direito de proporcionalidade nas suas diversas vertentes.

Menéres Pimentel entende que existe uma violação do princípio da proporcionalidade em sentido estrito e do princípio da propriedade privada. O autor defende que *é manifesta a desproporção entre o benefício auferido pela sociedade dominante e a desvantagem suportada pelos sócios minoritários. Enquanto à sociedade maioritária é permitida a aquisição da totalidade do capital social, por forma a poder tomar, por si só, o reduzido número de decisões que obrigam à aquiescência unânime dos sócios, os sócios minoritários têm de suportar, sem nada poderem obstar, a extinção do seu direito de propriedade relativamente à participação no capital social da sociedade dominada* (Menéres Pimentel, 2001:524).

No mesmo sentido, a jurisprudência pronunciou-se pela inconstitucionalidade do direito defendendo que existe uma *violação dos artigos 13.º n.º 1; 61.º n.º 1 e 62.º n.º 1 da CRP, na medida em que o direito potestativo ofende, flagrantemente, o princípio da proporcionalidade a respeitar nas restrições que os direitos à propriedade privada e à iniciativa económica privada admitem* (TRL, 23-05-1996).

Ainda, no entendimento do STJ *não sendo o direito de propriedade, o direito à iniciativa privada e o direito à igualdade direitos absolutos, são eles valores humanos em si mesmos e não meras expressões de algo que pode arbitrária, discriminada, desequilibrada, desproporcionada e desadequadamente ser substituído ou excluído por dinheiro ou até por outro bem por exclusiva iniciativa e poder do sócio maioritário sobre o minoritário* (STJ, 02-10-1997).

Assim, para alguns autores o direito de aquisição potestativa implica *um mecanismo de saída forçada dos minoritários e titulares de participações sociais residuais de uma dada sociedade* (Antunes A. F., 2011b:314-315) e que *OA do sócio dominante é hostil e coerciva em que os sócios minoritários são submetidos a uma tal unilateralidade, hostilidade e coercibilidade* (Cadilhe, 2014:874-875).

Desta forma, alguns autores defendem que a aquisição potestativa coloca em causa o pleno exercício dos direitos do sócio minoritário e que o direito correspondente de alienação potestativa não é suficiente para colmatar o prejuízo inerente ao sócio minoritário com a expropriação de que é alvo na aquisição potestativa.

No sentido inverso, alguns autores como Engrácia Antunes e Menezes Cordeiro defendem que o direito de aquisição tendente ao domínio total não está ferido de inconstitucionalidade.

Para Engrácia Antunes o direito à propriedade privada *resultante da sua integração no quadro geral das normas e valores jurídico-constitucionais que enformam o próprio sistema constitucional in toto, aquele poderá ainda sofrer as limitações que decorrem da necessidade da sua harmonização como a esfera de outros direitos ou princípios de idêntica dignidade com os quais se encontre em conflito e na observância de parâmetros da necessidade e proporcionalidade das compressões por aquele impostos* (Engrácia Antunes, 2001:150-151).

Para Menezes Cordeiro, o instituto da aquisição tendente ao domínio total não enferma de constitucionalidade, uma vez que não viola o princípio da liberdade económica pois o *acionista livre não é, pura e simplesmente, privado dos seus direitos, antes se verifica que estes se convertem em dinheiro, ações ou obrigações* (Menezes Cordeiro, 2005:453). O autor defende que *tudo isso é decorrência do status de sócio*, pois *quando alguém adquire acções, já sabe de antemão que se sujeita a esses e outros esquemas* (Menezes Cordeiro, 2005:453).

A jurisprudência entende que *a norma estabelecida no art. 490.º n.º 3 do CSC não enferma de inconstitucionalidade material, não importando desrespeito dos princípios da igualdade, da livre iniciativa e de propriedade privada* (STJ, 03-02-2005).

A questão da constitucionalidade apesar das notórias divergências de opinião entre a doutrina e jurisprudência encontra-se resolvida no âmbito do direito interno. No âmbito desta questão o Tribunal Constitucional pronunciou-se no Acórdão n.º 49/2002 de 22-01-2003 sobre a questão da constitucionalidade do direito de aquisição tendente ao domínio total, determinando que o mesmo não coloca em causa princípios constitucionalmente consagrados o que significa que o regime da aquisição tendente ao domínio total não é inconstitucional.

Mais uma vez, importa relembrar que o sentido da constitucionalidade foi suscitado no âmbito societário e que dada a adaptação para o regime mobiliário podemos com as necessárias adaptações adequar o disposto ao preceito mobiliário, sustentando que a doutrina e a jurisprudência seguem a tese de constitucionalidade do direito de aquisição potestativa.

Desta forma, a doutrina considera que *o regime jurídico (da aquisição potestativa) não traduz um sacrifício desproporcionado ou iníquo dos direitos dos sócios e accionistas*

*minoritários, tendo o legislador ponderado, de forma adequada e equilibrada, as respectivas posições jurídico-societárias, observando, assim, os princípios constitucionalmente consagrados* (Antunes A. F., 2007:253).

O cumprimento do duplo requisito com o intuito de realizar a aquisição das ações remanescentes implica para o sócio minoritário uma proteção relativa. Contudo, importa averiguar em que medida o duplo requisito imposto legalmente influencia a proteção relativa concedida ao sócio minoritário.

O primeiro requisito relativo ao lançamento da OPA geral constitui uma vantagem inerente ao sócio minoritário, uma vez que lhe são asseguradas medidas que permitem uma saída justa e adequada da sociedade. Ainda, é no âmbito da realização deste requisito que o sócio minoritário evidencia a sua vontade, de sair ou ficar na sociedade. No caso em que existe uma significativa afluência na alienação das ações por parte dos sócios significa que existe uma maior probabilidade de sucesso da aquisição potestativa, caso contrário a tarefa torna-se difícil de concretizar o que pode constituir problemas para os sócios e até mesmo para a sociedade.

No que respeita ao segundo requisito relativo à dupla percentagem de 90% podemos considerar que em nada acrescenta à posição do acionista minoritário, uma vez que as percentagens dependem da sua vontade. Porém, o devido requisito pode colocar para o sócio maioritário problemas quando a sua vontade seja o domínio total da sociedade.

A preocupação com (des) proteção do sócio minoritário não é caso único português, uma vez que a questão é também suscitada no contexto europeu. Com efeito, importa apresentar a posição dos Estados-membros analisados em relação à (des) proteção do sócio minoritário.

No ordenamento jurídico espanhol a *Ley de Sociedades de Capital* consagra os direitos que podem ser exercidos pelos sócios minoritários no âmbito da lei geral, como a exigência de informação e análise da documentação relacionada com a sociedade. O exercício dos direitos referidos pode causar constrangimentos no seio da sociedade uma vez que representa uma posição minoritária incómoda perante os interesses de uma posição maioritária no que respeita à tomada de decisões e aos deveres de informação que lhe corresponde. Daí a importância da aquisição e alienação potestativa enquanto mecanismo de saída da sociedade de modo a evitar constrangimentos para ambas as partes. Por outro lado, no âmbito da lei especial, mais concretamente na lei mobiliária o legislador consagra o direito de *compra forzosa* inerente ao sócio minoritário, que tendo em conta o disposto no art. 60.º da LMV inerente ao sócio minoritário não dispõe de requisitos adicionais

no que respeita à concretização do direito, sendo que podemos assumir a dependência em relação aos requisitos da aquisição potestativa, tal como acontece com o direito interno português.

A questão da constitucionalidade do direito de aquisição potestativa foi tida em consideração pelo legislador espanhol tendo em conta os casos ocorridos noutros Estados-membros relativamente à violação do direito de propriedade privada e o princípio de proporcionalidade nas suas diversas vertentes. Neste sentido, a doutrina defende que o direito de *venda forzosa* não viola os princípios constitucionais referidos uma vez que o sacrifício dos interesses do sócio minoritário justifica a expropriação que lhe é inerente em prol dos interesses da sociedade e ainda, a limitação imposta ao sócio minoritário é idónea e proporcional à contrapartida justa e adequada pela alienação.

No ordenamento jurídico francês a proteção dos sócios minoritários assenta na regulação do princípio de igualdade de tratamento entre os sócios, bem como na noção de preço equitativo que permite ao sócio minoritário sair da sociedade em troca de uma *indemnisation* (contrapartida justa) e ainda, pelo direito de *rachat obligatoire*. Porém, a doutrina francesa considera que *le principe de protection des actionnaires minoritaires voulu par la directive OPA de 2004, ainsi que par la législation française constitue un paradoxe, puisqu'il tend à protéger seulement un groupe d'actionnaires ; les minoritaires, ce qui rompt le principe d'égalité de traitement. Cependant, en réalité, cette protection de l'actionnaire minoritaire, intervient seulement lorsque celui-ci doit disparaître de la société* (Benazzouz, 2012). Desta forma, os direitos garantidos ao acionista minoritário não superam o estado de sujeição que lhe é inerente devido à concretização do direito, sendo que a doutrina francesa considera o direito de aquisição potestativa como *une expropriation pour cause d'utilité privée* (Frank, 2006:11). Tal consideração é partilhada por alguns autores portugueses no qual consideram a aquisição potestativa como uma expropriação por utilidade privada permitida na lei.

No ordenamento jurídico britânico, italiano e alemão os direitos que protegem o sócio minoritário correspondem fundamentalmente ao direito a uma contrapartida justa assente no conceito de preço equitativo e o direito de alienação potestativa cujas considerações remetemos para o que dissemos relativamente a outros Estados-membros.

O regime da aquisição potestativa no direito mobiliário e no direito societário comporta um *jogo de vontades* que o legislador tentou equilibrar concedendo a ambas as partes um conjunto de ferramentas que lhes permite o exercício de direitos, sem descuidar os interesses da sociedade e o papel que a mesma representa no mercado de capitais.

O equilíbrio torna-se necessário, de modo a evitar fundamentalismos inerente a qualquer uma das partes, *sob pena de tornar a proteção desproporcionada, o exercício do direito impraticável e a utilização de expedientes aquisitivos alternativos uma consequência natural das entropias artificialmente criadas* (Santos, 2007:397), dando primazia à premissa de harmonização tanto a nível interno como a nível comunitário.

Já vimos que de forma harmoniosa o legislador transpôs para a ordem jurídica interna o regime da aquisição potestativa marcada pela introdução parcial do duplo critério percentual previsto na Diretiva das OPA e demos conta do cumprimento do duplo requisito e de que forma pode influenciar os intervenientes, agora centramos a nossa análise no insucesso de alcançar o duplo requisito, tendo em conta os problemas que podem surgir e quais as soluções que o legislador dispôs na lei para colmatar esses mesmos problemas.

### **3.3 A não concretização do duplo requisito legal: problemas e soluções**

A aquisição potestativa pode não ser alcançada através do preenchimento do duplo requisito legal, o que significa que a permanência do sócio minoritário na sociedade implica constrangimentos para a sociedade e para os sócios, quer minoritários quer maioritários.

A sociedade perante a presença de forças díspares pode eventualmente sofrer consequências com a tomada de decisões dos sócios. A tomada de decisões pode gerar efeitos internos e efeitos externos que podem afetar a sociedade. A nível interno podem ser tomadas decisões que afetem a distribuição dos lucros e, no limite pode o sócio maioritário tomar decisões como a deslocalização da sociedade que afete o sócio minoritário. Por outro lado, a nível externo as perturbações no seio da sociedade podem afetar a imagem da mesma, sendo possível a diminuição do valor das participações sociais que afeta sobretudo o sócio minoritário.

O sócio minoritário devido à sua permanência na sociedade vê-se condicionado às decisões do sócio maioritário, o que traduz a posição frágil do sócio minoritário desprovido de qualquer força interventiva na sociedade, tornando-se refém do exercício do próprio direito. O direito de liberdade económica inerente a todos os sócios implica para o sócio minoritário um encargo maior perante o insucesso da aquisição potestativa.

O sócio maioritário quando por ato voluntário concretiza o direito de aquisição potestativa pretende tornar-se sócio único e ainda, a saída do mercado regulamentado. Tal

como foi referido anteriormente, tais objetivos por parte do sócio maioritário justificam-se pelos condicionamentos impostos, por um lado pelas informações que terá de prestar aos restantes sócios por força dos direitos e deveres que integram a relação societária, sendo agravada por tratar-se de uma sociedade aberta e por outro lado, pela supervisão da entidade reguladora que assume uma posição interventiva em todas as fases do processo. Ainda, importa evidenciar que as possíveis soluções ao incumprimento do duplo requisito legal apresentadas em seguida constituem exemplos da posição interventiva da entidade reguladora, enquanto organismo que dita a concretização das mesmas.

Decorre da análise efetuada que a não concretização do duplo requisito legal condiciona todas as partes intervenientes no processo e que daí decorrem constrangimentos que se mostram contrários ao fim da relação societária, que se pretende harmoniosa em que todos os sócios podem exercer livremente os seus direitos. Assim, torna-se necessário refletir sobre possíveis soluções para colmatar tais problemas que resultem em benefícios para todas as partes.

Os problemas suscitados no seio da sociedade leva-nos a considerar que a única solução para colmatar tal perturbação consiste na saída do sócio minoritário da sociedade. Só assim é possível evitar abusos por parte do sócio maioritário em relação ao sócio minoritário e por outro lado, é possível que o sócio minoritário se liberte de uma situação que pode ser contrária à sua vontade.

Assim, a saída do sócio minoritário pode ocorrer de duas formas previstas na lei, por um lado através da perda da qualidade de sociedade aberta requerida pelo sócio maioritário e por conseguinte, recorrendo à aquisição tendente ao domínio total no âmbito societário nos termos do art. 490.º do CSC de forma a adquirir as ações remanescentes e ainda, efetuar uma nova oferta geral por parte do sócio maioritário.

Na versão originária do art. 195.º do CVM referente aos efeitos da aquisição potestativa o legislador apenas consagrava um efeito, mais concretamente a imediata exclusão da negociação em mercado regulamentado.

Porém, a transposição da Diretiva das OPA para o ordenamento interno implicou uma modificação legislativa em que o legislador acrescentou a perda da qualidade de sociedade aberta enquanto efeito decorrente da aquisição potestativa inerente à sociedade visada pela oferta.

A aquisição potestativa no direito mobiliário configura-se no seio de uma sociedade aberta, sendo a qualidade de sociedade aberta adquirida através das situações enunciadas

no art. 13.º n.º 1 do CVM que representa uma lista fechada de situações que não depende de qualquer decisão por parte da entidade reguladora.

Tal como defende a doutrina consideramos que *a qualidade de sociedade aberta não é indelével – adquire-se mas pode perder-se. De facto, a circunstância de uma sociedade ter sido no passado sociedade que se abriu ao investimento do público, não significa que não possa perder essa qualidade. Tão-pouco se impede a reacquirição da qualidade de sociedade aberta* (Câmara, 2011:740).

A qualidade de sociedade aberta pode perder-se mediante a falta de dispersão de capital pelo público, condição essencial para adquirir a qualidade de sociedade aberta, sendo as situações de perda contempladas no art. 27.º do CVM.

A perda da qualidade de sociedade aberta<sup>7</sup> constitui a par da aquisição potestativa um mecanismo de saída do mercado financeiro, o que permite ao oferente deixar de estar sob a alçada de requisitos mais exigentes impostos pela lei pelo facto de se tratar de uma sociedade aberta.

Na impossibilidade de alcançar a aquisição potestativa o oferente caso detenha 90% dos direitos de voto em consequência de uma OPA geral pode requerer junto da CMVM a perda da qualidade de sociedade aberta nos termos do art. 27.º n.º 1 alínea a) do CVM.

Nos termos do art. 27.º n.º 1 alínea a) do CVM *a sociedade aberta pode perder essa qualidade quando um acionista passe a deter, em consequência de oferta pública de aquisição, mais de 90% dos direitos de voto calculados nos termos do n.º 1 do artigo 20.º*.

Neste caso é exigido ao sócio maioritário o dever de lançamento de uma OPA geral para adquirir as participações sociais da sociedade visada, bem como decorrente dessa operação atingir mais de 90% dos direitos de voto, dando assim cumprimento ao primeiro requisito legal para a aquisição potestativa e ao segundo requisito de forma parcial com o preenchimento de um critério percentual.

Desta forma, o sócio maioritário depara-se com uma exigência menor quanto aos requisitos legais, sendo possível sair do mercado financeiro. Porém, existe uma vontade

---

<sup>7</sup> O legislador dispõe o instituto de perda da qualidade de sociedade aberta nos artigos 27.º a 29.º-A do CVM, sendo que a perda da qualidade de sociedade aberta ocorre pelos pressupostos enunciados no art. 27.º n.º 1 CVM, designadamente pela aquisição de mais de 90% dos votos através da OPA (*alínea a*)); pela deliberação de uma maioria não inferior a 90% do capital social (*alínea b*) e ainda, pela exclusão das ações em mercado regulamentado (*alínea c*). Daqui resulta o entendimento de que a aquisição da qualidade de sociedade aberta depende em princípio da vontade da sociedade, contudo a perda dessa qualidade resulta de situações objetivas, que podem não depender da vontade da sociedade, mas que implica uma verificação pela CMVM a requerimento da sociedade ou, em certos casos, dos acionistas (art. 27.º n.º 2 CódVM).

unilateral por parte do sócio maioritário, uma vez que a posição do sócio minoritário não obsta à tomada de decisão do sócio maioritário em requerer a perda da qualidade de sociedade aberta quando não seja possível alcançar a aquisição potestativa nos termos do art. 194.º do CVM.

O requerimento é feito à entidade reguladora e sendo a resposta afirmativa por parte da CMVM a sociedade fica sujeita à regulação da lei societária e pode requerer a aquisição tendente ao domínio total através do preenchimento dos requisitos legais nos termos do art. 490.º do CSC. Tal como vimos anteriormente, o regime societário apenas impõe para a sua concretização que o sócio dominante disponha de quotas ou ações correspondentes a pelo menos 90% do capital social de outra sociedade, quer isto dizer que é possível alcançar a aquisição potestativa societária num processo alternativo e menos exigente <sup>8</sup>.

O preceito mobiliário referente à perda da qualidade de sociedade aberta não sofreu alterações com a modificação legislativa operada em 2006 pela transposição da Diretiva das OPA mantendo a sua versão originária, o que nos leva a relacionar a hipótese da perda da qualidade de sociedade aberta como mecanismo de saída do mercado financeiro e a proteção devida ao sócio minoritário. Assim, coloca-se a questão de saber qual o mecanismo de proteção do sócio minoritário no âmbito da operação da perda da qualidade de sociedade aberta.

A doutrina defende que *o art. 27.º/1 a) não pode ser aplicado sem o reconhecimento de uma atribuição aos minoritários de um mecanismo de compensação pelo menos equivalente ao que resulta do art. 196.º ex vi do art. 194.º* (Frada & Gonçalves, 2015:41). Neste sentido, a perda da qualidade de sociedade aberta enquanto posição unilateral assumida pelo sócio maioritário implica uma sujeição por parte do sócio minoritário, daí a

---

<sup>8</sup> O caso da sociedade *Brisa, Autoestradas de Portugal, S.A.* (doravante designada por *Brisa*) corresponde a um exemplo evidente do que foi dito, em que a sociedade *Tagus Holdings, S.à r.l.* (doravante designada por *Tagus*) enquanto sócio maioritário requereu à CMVM a perda da qualidade de sociedade aberta da sociedade *Brisa* ao abrigo do art. 27.º n.º 2 do CVM com fundamento na alínea a) do n.º 1 do art. 27.º do CVM. No caso concreto, a sociedade *Tagus* apenas alcançou 84% do capital social e a 92% dos direitos de voto da sociedade *Brisa* decorrente do lançamento de uma OPA geral. O requerimento endereçado à CMVM levou a entidade a tecer algumas considerações de modo a deferir o pedido feito pela sociedade *Tagus*, em que o requerente deve garantir que estão assegurados os mecanismos de proteção para os sócios minoritários que passam a deter ações de uma sociedade fechada, não sujeita à supervisão da CMVM. Assim, ao requerente é exigido um mecanismo de saída e um mecanismo de determinação da contrapartida. Desta forma, devem ser assegurados os direitos dos sócios minoritários, de forma justa e de acordo com a sua vontade, sendo a contrapartida fixada por um auditor independente (ROC independente dos acionistas e da sociedade visada) de acordo com o previsto no art. 490.º n.º 2 do CSC. Perante o compromisso assumido pela sociedade *Tagus* a entidade reguladora deferiu o pedido, concedendo a perda da qualidade de sociedade aberta, tornando-se uma sociedade fechada ao investimento do público e regulada pela lei societária.



importância de contemplar na lei um mecanismo de proteção de forma a garantir a proteção do sócio minoritário face à transição da sociedade visada para um regime fechado no qual o legislador contempla garantias menos exigentes daquelas que estão previstas no regime mobiliário. O mecanismo de compensação análogo ao direito de alienação potestativa defendido pela doutrina consiste numa compensação justa pela alienação das participações sociais e ainda, num compromisso assumido pelo sócio maioritário que dadas as especificidades da sociedade considerada fechada deve garantir a saída justa do sócio minoritário da sociedade. Ainda, entendemos que finda a operação da perda da qualidade de sociedade aberta com sucesso, tornando-se uma sociedade fechada, o sócio minoritário pode exercer o direito de alienação potestativa mediante o preenchimento dos requisitos nos termos do n.º 6 do art. 490.º do CSC. Ainda, perante a não concretização dos requisitos legais por parte do sócio maioritário no âmbito mobiliário o sócio minoritário está impedido de exercer o seu direito de alienação potestativa uma vez que o exercício do direito depende do preenchimento do duplo requisito legal imposto para a concretização da aquisição potestativa como iremos explicar mais adiante.

Por outro lado, quando a resposta por parte da CMVM for negativa quanto ao requerimento para a perda da qualidade de sociedade aberta, pode acontecer uma de duas coisas: por um lado, a situação da sociedade mantém-se com os problemas anteriormente expostos ou então torna-se possível ao sócio maioritário efetuar uma segunda oferta.

A lei prevê no art. 186.º do CVM a sucessão de ofertas, em que *o oferente ou qualquer outra pessoa que com este estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do art. 20.º do CVM está impedido de lançar nova oferta diretamente, por intermédio de terceiro ou por conta de terceiro, qualquer oferta pública de aquisição sobre os valores mobiliários pertencentes à mesma categoria dos que foram objeto da oferta ou que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição nos 12 meses seguintes à publicação do apuramento do resultado da oferta, salvo autorização concedida pela CMVM para a proteção dos interesses da sociedade visada ou dos destinatários da oferta.*

A norma justifica-se como forma de impedir que a sociedade visada seja alvo de sucessivas ofertas de modo a evitar constrangimentos, principalmente para os sócios minoritários que em caso de sucessivas ofertas podem sentir-se pressionados para abandonar a sociedade.

Ainda, importa referir que a entidade reguladora representa um papel importante nesta operação uma vez que a sua concretização antecipada depende da autorização da

CMVM. A autorização deve ser baseada numa ponderação das circunstâncias do caso e tendo sempre em vista os interesses da sociedade visada e os sócios destinatários da oferta.

A doutrina considera que o disposto no art. 186.º do CVM *pretende evitar o prolongamento temporal do condicionamento aos poderes da administração* (Câmara, 2011a:206). Deste modo, torna-se importante que a situação de impasse criada pela não concretização do duplo requisito legal corresponda a um tempo razoável de forma a condicionar os poderes da administração no que respeita às tomadas de decisões que podem afetar a sociedade e os respetivos sócios.

A sucessão de ofertas nos termos do art. 186.º do CVM a par do regime da perda da qualidade de sociedade aberta nos termos do art. 27.º do CVM constituem duas soluções passíveis de resolver o problema inerente ao incumprimento do duplo requisito legal. Porém, a sucessão de ofertas representa a renovação do processo para obter a aquisição potestativa, isto significa que consiste numa solução indireta, uma vez que não atingimos os efeitos pretendidos pela aquisição potestativa tal como acontece com o regime da perda da qualidade de sociedade aberta, enquanto solução direta.

O instituto da sucessão de ofertas quando exercido antecipadamente deve ser feito mediante uma ponderação das circunstâncias afetas à sociedade, uma vez que constitui um mecanismo indireto para alcançar o objetivo da aquisição potestativa, mais concretamente a saída da sociedade do mercado regulamentado. Por outro lado, não consiste num mecanismo de garantia para o oferente, uma vez que efetuada nova oferta, a mesma encontra-se dependente da aceitação dos restantes sócios, em que é possível manter a situação de impasse perante a recusa de alienação no âmbito de uma nova OPA geral.

Decorre das soluções apresentadas duas considerações: por um lado, representam duas situações previstas na lei, o que denota que o legislador não é completamente alheio ao problema da não concretização do direito de aquisição potestativa e por outro lado, entendemos que ambas as soluções constituem medidas exercidas pelo sócio maioritário, sendo que ao sócio minoritário continua a ser imposto um estado de sujeição perante uma posição maioritária.

Assim, importa refletir sobre as possíveis soluções inerentes ao sócio minoritário para abandonar a sociedade. O legislador não contempla soluções para colmatar tal situação, o que nos leva a equacionar duas soluções inerentes ao sócio minoritário para que o mesmo efetue a alienação das suas participações sociais sem depender do exercício da vontade do sócio maioritário. As soluções constituem propostas para uma possível

mudança legislativa de modo a considerar a posição contratual do sócio minoritário enquanto sujeito ativo na relação jurídica.

A primeira solução proposta consiste no carácter autónomo do direito de alienação potestativa. O direito de alienação potestativa tal como dissemos anteriormente consiste num direito concedido ao sócio minoritário para alienar as ações remanescentes. Para tal entendemos que sócio minoritário corresponde ao titular das ações remanescentes na sequência de uma OPA geral, sendo um direito dependente do direito de aquisição potestativa.

*A doutrina entende que o direito de aquisição potestativa só se constitui porque houve um número suficiente de accionistas que, perante a oferta pública de aquisição geral que lhes foi dirigida, decidiu aceitar a contrapartida proposta e abandonar a estrutura societária; mas também só se constitui porque, pelo menos, accionistas detentores de 9,999% dos direitos e voto abrangidos pela oferta recusaram aceitar a contrapartida que satisfiz os accionistas dissidentes e, conseqüentemente, mantiveram-se na estrutura societária (Santos, 2007:322).*

Tal como defendemos anteriormente, o direito de alienação potestativa consiste num direito dependente do direito de aquisição potestativa, uma vez que classificamos o titular das ações remanescentes tendo como base os valores alcançados pela aquisição potestativa, em que o titular das ações remanescentes deve ser titular de um valor percentual igual ou menor que 10% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada.

Neste sentido, coloca-se a questão de saber o que acontece com os titulares das participações sociais cujo valor ultrapasse os 10% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada que por conseguinte, não podem ser classificados como titulares de ações remanescentes.

O titular das ações pode negociar a alienação das respetivas participações sociais quer no âmbito de uma negociação particular ou numa nova oferta geral, sendo que apenas lhe é vedado o exercício do direito de alienação potestativa, pois sendo titular de uma percentagem superior a 10% significa que o sócio maioritário também não atingiu o duplo requisito legal necessário para alcançar o domínio total da sociedade. Mais, pode significar que o sócio maioritário está impedido de requerer a perda da qualidade de sociedade aberta uma vez que não preenche o requisito percentual de 90%.

No mesmo sentido a jurisprudência considera que o *sócio minoritário de uma sociedade (com uma participação de 10% no capital social) tem o direito de exigir à sociedade maioritária dominante (com 90 % do capital social) oferta de aquisição das*

*suas quotas ou acções* (TRE, 15-03-2007). Assim, o exercício do direito de alienação potestativa tal como está consagrado na lei implica para o sócio minoritário uma participação social máxima de 10%.

A solução apresentada representa um estado de liberdade concedido ao sócio minoritário para abandonar a sociedade de acordo com a sua vontade. Tal solução coloca em causa o carácter potestativo inerente aos direitos, que deve ser afastado em prol do exercício pleno dos direitos de ambas as partes.

A segunda solução proposta inerente ao sócio minoritário consiste no direito de exoneração do sócio minoritário. O direito de exoneração é definido pela doutrina como *a saída ou desvinculação de qualquer um deles por sua iniciativa e com fundamento na lei ou no estatuto, da sociedade, ou, ainda, como a faculdade concedida ao sócio de se afastar da sociedade recebendo o valor da sua participação social* (Baptista, 2005:83).

O direito de exoneração dos sócios é concebido no âmbito societário nos termos do art. 185.º do CSC em que é permitida a saída do sócio da sociedade nos casos previstos na lei ou mediante contrato e ainda, no caso em que não esteja fixada no contrato a duração da sociedade ou quando ocorra justa causa.

Apesar da consagração do direito no âmbito societário existe uma opinião divergente na doutrina quanto ao reconhecimento do direito no âmbito mobiliário.

Alguns autores defendem que nada impede que se reconheça o direito de exoneração dos accionistas quanto às sociedades cotadas na bolsa de valores, na verdade, *não é o carácter aberto ou fechado da sociedade que justifica a consagração ou sequer a amplitude da previsão legal de tal instituto, mas sim a aprovação pela maioria de determinadas alterações fundamentais que tornam inexigível a manutenção da qualidade de sócio pelos accionistas que não votaram a seu favor* (Baptista, 2005:371).

Por outro lado, alguns autores entendem que o direito de exoneração deve ser reservado para *as sociedades (ditas) fechadas cujas participações não assumem o carácter de “valores negociáveis”* (Baptista, 2005:363).

Com efeito, refletindo sobre as especificidades do direito de exoneração, sendo inicialmente previsto para o regime societário, pode ser adaptado no âmbito do regime mobiliário com as necessárias adaptações tal como aconteceu com o direito de aquisição potestativa.

O direito de aquisição potestativa tal como dissemos anteriormente corresponde a um direito potestativo, uma vez que implica uma sujeição da contraparte aquando da

concretização do direito. Pelo contrário, o direito de exoneração corresponde a um direito voluntário dotado de carácter unilateral.

O direito de exoneração consiste num direito voluntário, em que o sócio é livre do exercício do direito mediante o preenchimento de determinados requisitos no caso do regime societário e ainda, unilateral na medida em que o sócio não está subordinado a qualquer autorização por parte da sociedade ou sujeição por parte da posição maioritária.

Anteriormente, defendemos a rejeição do estado de sujeição quanto ao direito de aquisição potestativa, e por conseguinte, o exercício do direito livre, o que nos leva a afirmar que o direito de exoneração constitui um mecanismo importante que deve ser adaptado ao regime mobiliário, uma vez que representa a liberdade por parte dos titulares de valores mobiliários de sair da sociedade mediante a sua vontade, sem imposições de terceiros.

A doutrina entende que o direito de exoneração *será o direito individual não potestativo, inderrogável e indisponível pela maioria mas renunciável a posteriori pelo seu titular, de exercício unitário e de consagração legal ou convencional, que permite ao acionista, quando alguma vicissitude societária torna inexigível a sua permanência na organização social, abandonar voluntária e unilateralmente a sociedade anónima a que pertence e que subsiste para além da sua exoneração, através do reembolso do valor das ações por ele detidas no património social e a consequente extinção da qualidade de sócio que manteve até então* (Baptista, 2005:84).

As soluções apresentadas podem resolver o problema do incumprimento do duplo requisito legal no âmbito da aquisição potestativa no direito mobiliário. Porém, tais soluções não representam um conjunto taxativo de resolução para o referido problema, isto significa que podem existir outros mecanismos previstos na lei ou até mesmo defendidos pela doutrina.

#### **IV - O caso Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, S.A**

A sociedade Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A. (doravante designada por Cimpor) enquanto sociedade aberta implica a aplicação das normas contidas no CVM. O caso da sociedade Cimpor suscita a apreciação da não concretização do duplo requisito legal, em que não tendo sido possível alcançar a aquisição potestativa no âmbito mobiliário ocasionou problemas para a sociedade e para os intervenientes. Assim, importa expor sumariamente o caso e apontar as possíveis soluções.

A sociedade Cimpor no momento do lançamento da OPA geral em Maio de 2012 era constituída pela InterCement sociedade detida pelo Grupo Camargo Correia, acionista que detinha 221.360.153 de ações correspondente a uma participação de 32,94% do capital social da sociedade Cimpor e ainda, pela Votorantim titular de 142.492.130 ações representativas de 21,20% do capital social da sociedade.

Assim, dada a participação detida pelo Grupo Camargo Correia foi efetuada uma OPA geral e voluntária, uma vez que é titular de participações sociais correspondente a menos de um terço do capital social da sociedade visada nos termos do art. 187.º do CVM para realizar uma OPA geral e obrigatória. Todavia, a CMVM entendeu que o Grupo Camargo Correia juntamente com a Votorantim segunda mais acionista e a Caixa Geral de Depósitos encontravam-se em concertação, o que ocasionou a realização de uma OPA geral e obrigatória nos termos do art. 187.º do CVM. Na sequência do lançamento da OPA geral o Grupo Camargo Correia atingiu 94,1% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e 87,1%, dos direitos de voto abrangidos pela oferta.

A sociedade Cimpor sendo uma sociedade aberta, aplicamos o disposto no art. 194.º do CVM e tal como vimos anteriormente a aquisição potestativa implica a constituição de um duplo requisito legal. No caso concreto, ocorreu o lançamento de uma OPA geral estando assim o primeiro requisito legal preenchido. Porém, o oferente não atingiu o duplo critério percentual de 90% que representa o segundo requisito legal, pois não atingiu 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.

Os sócios que recusaram vender as suas ações no âmbito da OPA geral, tinham a expectativa que o acionista que lançou a oferta conseguia cumprir os requisitos impostos pela lei para realizar a aquisição potestativa no âmbito mobiliário, o que lhes permitia alienar as suas ações através do exercício do direito de alienação potestativa. Todavia, devido à impossibilidade da realização da aquisição potestativa o pequeno grupo de

acionistas não conseguiu efetuar a alienação potestativa das suas ações, tendo o mercado de capitais reagido de forma negativa a todo este processo, o que conduziu a repercussões negativas no valor das ações.

O caso Cimpor coloca em evidência a importância dos requisitos para a aplicação do direito de aquisição potestativa, direito que a sociedade pretendia exercer decorrida a OPA geral tal como resulta do texto do prospeto de lançamento da OPA geral. Porém, dada a impossibilidade de realizar o direito de aquisição potestativa pela não concretização do duplo requisito importa averiguar as possíveis soluções.

A imposição legal do duplo requisito legal face à transposição da Diretiva das OPA implicou a não concretização do duplo requisito legal no caso concreto. Assim, coloca-se a questão de saber se a situação não adotada pelo legislador implicaria a concretização do direito de aquisição potestativa.

Na sequência do lançamento da OPA geral o oferente alcançou 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social o que evidencia a hipótese do preenchimento do duplo requisito da solução não adotada. É nosso entendimento que a situação não adotada constitui uma solução passível de ser concretizada de modo a obter a concretização do direito de aquisição potestativa, uma vez que alcançaria o duplo requisito de 90% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto da sociedade visada.

Desta forma, podemos afirmar que a situação não adotada pelo legislador português constitui uma solução ao problema da sociedade Cimpor, na medida em que consiste num duplo critério percentual menos exigente passível de ser concretizado no direito interno.

Todavia, a situação não adotada pelo legislador face à transposição da Diretiva das OPA não constitui a única solução passível de ser adotada para permitir à sociedade oferente adquirir o domínio total da sociedade Cimpor como veremos em seguida.

A sociedade Cimpor representa uma sociedade aberta e tal como foi referido anteriormente, a aquisição potestativa e a perda da qualidade de sociedade aberta implicam operações de saída do mercado. No âmbito do prospeto de lançamento da OPA geral era intenção do Grupo Camargo Correia o requerimento junto da CMVM da perda da qualidade de sociedade aberta, caso o direito de aquisição potestativa não fosse possível alcançar através do preenchimento do duplo requisito legal.

No caso entendemos que perante a impossibilidade de realizar a aquisição potestativa, coloca-se a questão de saber se é possível à sociedade requerer a perda da qualidade de sociedade aberta e tornando-se uma sociedade fechada adquirir as ações remanescentes no âmbito do regime societário.

A perda da qualidade de sociedade aberta pode ser requerida à CMVM com fundamento legal no art. 27.º n.º 1 alínea a) do CVM, dado que excluimos as restantes hipóteses. Ao oferente é imposto deter na sequência de uma OPA 90% dos direitos de voto para requerer a perda da qualidade de sociedade aberta. No caso concreto, o oferente atingiu 94,1% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, isto significa que o oferente pode requerer a perda da qualidade de sociedade aberta.

O requerimento junto da entidade reguladora cumpre os requisitos legais, mas depende fundamentalmente da vontade do oferente para realizar tal operação, uma vez que pode o oferente perder o interesse em adquirir as ações remanescentes. Assim, caso seja feito o pedido de perda da qualidade de sociedade aberta, a CMVM pode diferir o pedido tornando possível ao oferente a aquisição potestativa no âmbito societário nos termos do art. 490.º do CSC ou, por outro lado, pode a CMVM indeferir o pedido sendo que a situação de impasse mantém-se entre a sociedade e os sócios.

No âmbito do caso Cimpor surge uma questão relacionada com a existência de uma concertação entre as duas sociedades com a maior participação na sociedade visada pela oferta que suscita alguma controversa, mais concretamente a imputação dos direitos de voto entre as sociedades mencionadas. O art. 20.º do CVM apresenta um conjunto de situações de imputação de direitos de voto, que acrescem ao do participante. No caso concreto, importa salientar o disposto na alínea h) do n.º 1 do art. 20.º do CVM em que no cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto detidos por pessoas que tenham celebrado algum acordo com o participante que vise adquirir o domínio da sociedade ou frustrar a alteração de domínio ou que, de outro modo, constitua um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada.

Assim, leva-nos a refletir quanto ao caso concreto se o Grupo Camargo Correia e a sociedade dita concertada tivessem celebrado algum acordo sem qualquer tipo de influência, efetiva ou potencial quanto ao domínio da sociedade, o Grupo Camargo Correia poderia requerer à CMVM a perda da qualidade de sociedade aberta com fundamento no art. 27.º n.º 1 alínea a) do CVM. Ainda, decorre do art. 20.º n.º 4 do CVM que para efeitos da alínea h) do n.º 1 do art. 20.º do CVM, presume-se serem instrumento de exercício concertado de influência os acordos relativos à transmissibilidade das ações representativas do capital social da sociedade participada, sendo que esta presunção apenas pode ser ilidida perante a CMVM, mediante prova de que a relação estabelecida com o participante é



independente da influência, efetiva ou potencial, sobre a sociedade participada (art. 20.º n.º 5 do CVM).

Com efeito, é o entendimento da CMVM que aponta para imputação dos direitos de voto nos termos do art. 20.º do CVM a cargo da oferente das participações detida pela Votoratim e pela Caixa Geral de Depósitos, isto significa que existe uma prática concertada de influência nos acordos celebrados para o domínio da sociedade seja independente de influências sobre a sociedade participada com fundamento legal, a sociedade pode requerer à CMVM a perda da qualidade de sociedade aberta de forma voluntária, uma vez que na sequência do lançamento da OPA passa a deter indiretamente mais de 90% dos direitos de voto, sendo possível a aquisição do domínio total da sociedade nos termos do art. 490.º do CSC tornando-se a sociedade fechada.

Anteriormente, defendemos que a sucessão de ofertas prevista no art. 186.º do CVM consiste numa solução passível de ser adotada para colmatar os problemas decorrentes da não concretização do duplo requisito legal, o que nos leva a questionar se a mesma solução tem cabimento no âmbito do caso concreto.

Por um lado, assumindo que o oferente não requereu a perda da qualidade de sociedade aberta resta-lhe requerer à CMVM autorização para realizar uma nova oferta geral sobre a sociedade antecipadamente, isto é, antes de decorrer 12 meses após o termo da primeira oferta geral. No caso concreto, podemos assumir que existem circunstâncias que justifiquem uma nova oferta, mais concretamente a posição dos sócios minoritários que face à não realização da aquisição potestativa ficaram reféns das suas participações sociais e por conseguinte, da descida do valor das mesmas. Por outro lado, caso o oferente não estivesse impedido de realizar a aquisição potestativa, a hipótese de uma nova oferta não estaria em causa, mas sendo na referida situação negada a autorização administrativa o oferente teria de esperar 12 meses para efetuar nova oferta. No caso concreto não foi efetuada uma nova oferta sobre a sociedade Cimpor, uma vez que dadas as circunstâncias o oferente perdeu o interesse na realização da operação e por conseguinte, nas respetivas participações sociais.

Após a apresentação de possíveis soluções previstas na lei para a resolução do litígio em questão importa perceber se as soluções apresentadas anteriormente na perspetiva do sócio minoritário são viáveis para o caso concreto, mais precisamente a autonomização do direito de alienação potestativa e o direito de exoneração do sócio minoritário.

A impossibilidade de realizar a aquisição potestativa por parte do oferente colocou em causa a realização do direito simétrico, mais concretamente o direito de alienação

potestativa, pois tal como vimos anteriormente, a realização do direito de alienação potestativa encontra-se dependente dos requisitos exigidos para a realização do direito de aquisição potestativa.

No caso concreto o oferente não alcançou os requisitos quantitativos desejáveis o que implicou a não concretização do direito de aquisição potestativa e por conseguinte, a realização da alienação potestativa. A proposta apresentada de autonomização do direito de alienação potestativa consiste no requerimento por parte do sócio minoritário dirigido à CMVM para realizar a alienação potestativa mediante o cumprimento de determinados requisitos. Deste modo, sendo o direito de alienação potestativa autónomo os sócios minoritários teriam a hipótese de alienar as respetivas participações sociais. Assim, a possibilidade de realizar o direito de alienação potestativa de forma autónoma só consiste numa solução caso os acionistas minoritários sejam titulares das ações remanescentes, o que não acontece no caso concreto uma vez que as ações remanescentes ultrapassam o valor percentual de 10% nos direitos de voto abrangidos pela oferta.

Assim, sendo a primeira proposta ineficaz para solucionar o problema na ótica do sócio minoritário resta-nos analisar a figura do direito de exoneração do sócio como forma de permitir a saída dos acionistas da sociedade visada pela oferta. Com efeito, não se coloca a questão do valor percentual das ações remanescentes, uma vez que o direito depende exclusivamente da vontade do sócio que pretende o exercício do direito.

Contudo, não se trata de uma solução prevista na lei mobiliária por isso só é passível de constituir uma solução num contexto puramente académico com o intuito de encontrar soluções que evitem os problemas inerentes a muitas sociedades quando não é possível realizar a aquisição potestativa.

A principal preocupação reside na posição do sócio minoritário porque a saída da sociedade torna-se cada vez mais difícil e pode a contrapartida pelas participações ser inferior ao valor no âmbito da OPA geral e por outro lado, pode a vivência societária provocar prejuízos para o sócio minoritário, pois no limite o sócio maioritário pode impedir a distribuição de dividendos e tomar decisões que envolvam riscos para a sociedade.

Em suma, podemos afirmar que no âmbito do caso concreto constituem soluções as seguintes: *i)* a solução não adotada pelo legislador português prevista no art. 15.º n.º 1 alínea a) da Diretiva das OPA; *ii)* a perda da qualidade de sociedade aberta; *iii)* a realização de uma nova oferta, no âmbito do art. 186.º do CVM e *iv)* o direito de exoneração do sócio minoritário.

O direito de alienação potestativa não pode ser aplicado devido à questão da titularidade das ações remanescentes, daí a proposta de autonomização do direito de alienação para permitir ao sócio a saída da sociedade sem depender dos requisitos legais impostos ao sócio majoritário para realizar a aquisição potestativa.

## V - Apreciação crítica

A *ratio* da aquisição potestativa classificada como um direito potestativo que confere ao sócio maioritário um poder incontestável, impositivo e forçado de adquirir as ações remanescentes, suscita atualmente uma reflexão crítica sobre os requisitos legais para a sua realização.

A reflexão crítica sobre os requisitos legais para a sua realização justifica-se no âmbito do regime mobiliário após a entrada em vigor da Diretiva das OPA no direito interno, uma vez que o duplo requisito legal tal como definido ao longo deste estudo resulta de uma modificação legislativa operada pelo texto comunitário com a adição de um duplo critério percentual que atualmente integra o segundo requisito legal para efeitos deste estudo. Com efeito, o critério percentual de atingir ou ultrapassar 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta suscitou as questões sobre o qual refletimos ao longo deste estudo e que agora importa apreciar criticamente.

A Diretiva das OPA menciona no n.º 2 do art. 15.º as situações passíveis de ser adotadas pelos Estados-membros no que concerne à exigência de requisitos legais para realizar a aquisição potestativa.

A maioria dos Estados-membros adotou a solução prevista na alínea a) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA entendida entre nós como a solução menos exigente, ao contrário do que aconteceu com Portugal que preferiu a exigência agravada pelos requisitos legais com a adoção da situação prevista na alínea b) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA em prol de uma intervenção mais alargada no âmbito do direito interno, atendendo às características das sociedades abertas em Portugal.

É nosso entendimento que a *intervenção mínima* efetuada pelo legislador português, no futuro está condenada ao fracasso devido aos problemas inerentes à solução adotada que poderá constituir um motivo para uma intervenção profunda em matéria de aquisição potestativa. Deste modo, defendemos a adoção da situação prevista na alínea a) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA por duas razões: por um lado, traduz benefícios para os intervenientes, mais concretamente os sócios e por outro lado, atende às características das sociedades abertas devido à atual crise financeira no país que causa constrangimentos ao investimento e pelo facto de se tratar de sociedades menores à escala global.

Assim, a solução não adotada representa a solução que mais beneficia todos os intervenientes do ponto de vista da sua execução, na medida em que torna a concretização

dos requisitos mais acessível evitando os problemas inerentes à sociedade e aos respectivos sócios, uma vez que o sócio maioritário pode alcançar os requisitos legais de forma mais acessível e por outro lado, podem os sócios minoritários perante o sucesso da concretização dos requisitos exercer o direito de alienação potestativa. Não pretendemos defender um direito dotado de facilitismo para alcançar determinado objetivo, mas defendemos um direito concretizável com o menor risco para a sociedade e os sócios.

A concretização do direito de aquisição potestativa implica por um lado, um poder conferido ao sócio maioritário e por outro lado, implica uma sujeição ao sócio minoritário.

Neste ponto cumpre-nos defender que não concordamos com o carácter de sujeição imposto pelo legislador, uma vez que a concretização do direito de aquisição e alienação potestativa é passível de acontecer mediante um estado de aceitação entre as partes, em que os sócios devem livremente aceitar ou recusar a aquisição ou alienação potestativa dando assim cumprimento ao princípio de liberdade económica previsto no texto constitucional.

No âmbito do direito interno nada obsta à concretização dos direitos de forma livre, baseada na negociação entre as partes para alcançar o domínio total da sociedade. O sócio minoritário no âmbito de uma OPA geral é livre de aceitar ou recusar alienar as suas participações sociais, o que nos leva a questionar qual o motivo que justifica um estado de aceitação obrigatório na operação precedente (aquisição potestativa).

As razões que justificam tal obrigatoriedade, como a concentração do poder no sócio maioritário impedindo a ingerência do sócio minoritário nas decisões da sociedade e a permanência na sociedade do sócio minoritário que pode sofrer implicações com as decisões da posição maioritária não fundamentam a sujeição imposta ao sócio minoritário.

O regime da aquisição potestativa tal como está regulado não é considerado um contrato, mas antes *um negócio jurídico unilateral, uma vez que o exercício do direito potestativo de aquisição potestativa depende de uma única declaração de vontade por parte do sócio maioritário* (Santos, 2007:366). Deste modo, defendemos o regime da aquisição potestativa como um requisito baseado na negociação entre as partes sendo assegurado a supervisão necessária, excluindo assim qualquer tipo de sujeição inerente ao sócio minoritário. Ainda, tal estado de aceitação constituiria um mecanismo de previsão do sucesso ou insucesso da aquisição potestativa, uma vez que a negociação implica a tomada de posições relativamente às partes intervenientes no processo.

Alguns autores defendem que o estado de sujeição inerente ao sócio minoritário corresponde a um ato expropriativo, uma vez que é privado do exercício dos seus direitos e forçado a abandonar a sociedade sem a possibilidade de expressar a sua vontade. Com

efeito, admitimos que a aquisição forçada das ações remanescentes constitui um ato expropriativo e sacrifica a posição minoritária de forma legal. Porém, em consonância com as considerações da doutrina e jurisprudência o direito de aquisição potestativa não viola princípios constitucionalmente consagrados, uma vez que qualquer direito não é absoluto e pode ser modificado ou até mesmo extinto como acontece com o direito de propriedade privada perante o exercício do direito de aquisição potestativa.

Todavia, o regime de aquisição potestativa enquanto direito potestativo extintivo, que implica uma sujeição que extingue a participação minoritária no seio da sociedade configura um sacrifício desproporcionado para o sócio minoritário, devido às garantias correspondentes que no nosso entendimento não constituem verdadeiras garantias. O direito de alienação potestativa é conferido ao sócio minoritário enquanto garantia, mas devido à não autonomização do direito de alienação potestativa face à aquisição potestativa, não constitui uma garantia podendo traduzir-se num impasse perante a não concretização do direito de aquisição potestativa, tendo o sócio minoritário apenas como garantia a contrapartida justa pela saída forçada da sociedade.

Neste sentido, os direitos assegurados pela lei ao sócio minoritário no âmbito da OPA, bem como a supervisão por parte da autoridade competente de modo a evitar abusos provenientes de uma posição majoritária não são suficientes para garantir uma proteção absoluta do sócio minoritário. Desta forma, a comunidade europeia e em particular o legislador português devem repensar a forma de proteger o sócio minoritário, uma vez que o direito de aquisição potestativa coloca em causa o exercício pleno dos direitos do sócio minoritário e que o direito de alienação potestativa não assegura de forma plena os direitos do sócio minoritário, conferindo ao sócio minoritário uma proteção relativa, sendo possível a proteção absoluta através da autonomização do direito de alienação potestativa.

O legislador consagra na lei soluções passíveis de solucionar os problemas enunciados ao longo deste estudo inerentes à sociedade e aos sócios, mais precisamente o instituto da perda da qualidade de sociedade aberta regulado no art. 27.º do CVM e o regime da sucessão de ofertas previsto no art. 186.º do CVM.

As referidas soluções legais implicam por um lado, uma decisão por parte do sócio majoritário e por outro lado, a decisão administrativa por parte da CMVM, sendo a primeira solução classificada por nós como uma solução direta pois proporciona de forma direta os efeitos pretendidos pelo instituto da aquisição potestativa, com a aquisição do domínio total da sociedade, ao passo que a segunda solução é designado por nós como uma

solução indireta uma vez que estamos perante a renovação do processo que pode não ser suficiente para alcançar os efeitos pretendidos.

No que respeita às soluções expostas previstas na lei na perspectiva do sócio maioritário podemos afirmar que encontram-se incompletas.

No caso da perda da qualidade de sociedade aberta não está expressamente assegurado na lei o mecanismo de salvaguarda inerente ao sócio minoritário, uma vez que sendo diferido o pedido de perda da qualidade de sociedade aberta, torna-se uma sociedade fechada e por conseguinte, pode ocorrer uma aquisição tendente ao domínio total nos termos do art. 490.º do CSC com condições que podem no limite ser menos favoráveis do que as condições asseguradas no âmbito do regime mobiliário. Daí a relevância do papel assumido pela CMVM no intuito de diferir o pedido mediante condições que protejam os sócios minoritários depois de ponderar as circunstâncias necessárias para tomar uma decisão.

Por outro lado, o caso da sucessão de ofertas não traduz as garantias necessárias nas sucessivas ofertas quanto à aquisição do domínio total da sociedade, sendo que a sociedade pode ser alvo de um número ilimitado de ofertas o que perpetua o carácter de instabilidade e insegurança para os sócios. Apesar das limitações da referida solução entendemos que a mesma é passível de ser exercida de modo a solucionar o problema da não concretização do duplo requisito legal, mesmo que de forma indireta numa tentativa persistente de alcançar o domínio total da sociedade e os efeitos que daí decorrem. Mais, defendemos que a norma deve ser reconsiderada de forma a constituir uma alternativa à não concretização do duplo requisito legal.

No âmbito deste estudo com o intuito de solucionar os problemas que resultam da não concretização do direito de aquisição potestativa apresentamos duas propostas que apenas podem constituir verdadeiras soluções no caso concreto aquando de uma modificação legislativa.

As propostas apresentadas para solucionar o problema, isto é a autonomização do direito de alienação potestativa e o direito de exoneração inerente ao sócio minoritário implicam o aumento do grau de proteção inerente ao sócio minoritário, que tal como vimos anteriormente ao sócio minoritário o grau de proteção é por nós classificado como relativo.

A dependência do direito de alienação potestativa em relação ao direito de aquisição potestativa não é caso único em Portugal, sendo o mesmo problema alargado aos países no seio da UE. Com efeito, defendemos que a modificação legislativa para autonomizar o direito de alienação potestativa deve ser efetuada em todos os Estados-membros, pois

representa um problema universal a todos os Estados. Neste sentido, o problema de dependência entre os referidos direitos deve ser analisado pelo legislador comunitário de forma a encontrar uma solução que cumpra o princípio da igualdade de tratamento entre os sócios permitindo ao acionista minoritário o exercício pleno dos seus direitos.

A proposta de autonomização do direito de alienação potestativa consiste na adoção de requisitos legais inerentes ao sócio minoritário adequados tendo em conta a posição jurídica do sócio minoritário e concretizáveis de modo a evitar os problemas que decorrem da não realização da aquisição potestativa.

Assim, ao sócio minoritário deve ser exigido um conjunto de requisitos de modo a evitar uma situação mais favorável em relação ao grau de exigência e complexidade requerida ao sócio maioritário no âmbito do direito de aquisição potestativa. Ambos os direitos devem ser equilibrados do ponto de vista da exigência, pois não podemos alterar o direito de alienação potestativa sem que tal alteração ocorra também no direito de aquisição potestativa para evitar privilégios concedidos a uma das partes envolventes.

Todavia, compreendemos que a mudança legislativa pretendida no sentido de alterar os requisitos legais para a realização de ambos os direitos deve respeitar as imposições comunitárias.

A Diretiva das OPA nos termos do art. 16.º dispõe que qualquer consideração sobre o direito de alienação potestativa deve ser decidida por cada Estado-membro tendo em conta o texto comunitário.

No caso do direito interno pode a CMVM constituir uma solução plausível para o exercício do direito de alienação potestativa. A CMVM pode mediante requerimento por parte do sócio minoritário aceitar a alienação potestativa mediante o cumprimento de determinados requisitos como o valor percentual dos direitos de voto da sociedade visada. Tal requisito percentual justifica-se por tornar concretizável o direito, uma vez que em face da exigência de um valor percentual referente aos resultados abrangidos pela oferta, o problema mantém-se, pois este requisito constitui o critério mais exigente e difícil de alcançar.

Todavia, importa ressaltar que perante as imposições comunitárias nada obsta a uma mudança de posição do legislador em relação aos requisitos legais a exigir para realizar o direito de aquisição potestativa e que o direito de alienação potestativa constitua um direito autónomo.

Ainda, apresentamos o direito de exoneração como uma figura alternativa ao direito de alienação potestativa passível de ser adotada no âmbito do regime mobiliário, mediante



uma justa causa como a posição maioritária inerente ao sócio que pretende constituir-se sócio único, para além de outras causas que podem justificar a saída voluntária do sócio da sociedade. O direito de exoneração constitui um direito passível de ser consagrado no âmbito do regime mobiliário mediante a adaptação em relação ao direito previsto na lei societária. O direito de exoneração pode ser a solução para a impossibilidade de alterar o regime jurídico do direito de alienação potestativa, caso o legislador não modifique o regime dos direitos de aquisição ou alienação potestativa.

Em jeito de conclusão podemos assumir criticamente que o legislador português deve rever a disposição legal dos direitos de aquisição e alienação potestativa de forma a dissipar as dificuldades existentes no âmbito da sua concretização.

A última modificação legislativa ocorreu há mais de uma década no seio da UE e até mesmo em Portugal. No futuro, a pretendida revisão pode ser justificada pela saída do Reino Unido da UE, em que a Europa pode ter que ajustar a matéria, podendo no limite desaparecer a situação adotada por Portugal e Espanha, uma vez que consiste numa situação baseada na lei britânica.

Deste modo, perante a saída do Reino Unido propomos a unanimidade em relação à adoção da situação prevista na alínea a) do n.º 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA que tal como vimos anteriormente constitui a melhor solução a adotar. Tal solução permitiria resolver casos como o da sociedade Cimpor, que colocou a sociedade numa situação de impasse e proporcionou ao sócio minoritário um agravamento da sua condição pela desvalorização das suas participações sociais.

## Bibliografia

- Almeida, A. P. (2008). *Sociedades comerciais e valores mobiliários* (5ª ed.). Coimbra: Coimbra Editora.
- Almeida, A. P. (2011). *Sociedades comerciais valores mobiliários e mercados*. Coimbra: Coimbra Editora.
- Almeida, C. F. (2013). *Instituto dos Valores Mobiliários*. Obtido em 14 de Dezembro de 2016 de [http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1378738637opa\\_obrigat%C3%B3ria\\_no\\_direito\\_portugu%C3%AAs\\_cfa.pdf](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1378738637opa_obrigat%C3%B3ria_no_direito_portugu%C3%AAs_cfa.pdf)
- Andrade, M. C. (2002). Algumas considerações sobre a oferta pública de aquisição de acções simples e voluntária no regime jurídico português. *Boletim da Faculdade de Direito, LXXVIII*, pp. 699-744.
- Antunes, A. F. (2007). O instituto da aquisição tendente ao domínio total (artigo 490.º do CSC): um exemplo de uma "expropriação legal" dos direitos dos minoritários? Em *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais: homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier* (Vol. II, pp. 203-253). Coimbra: Coimbra Editora.
- Antunes, A. F. (2011). A aquisição tendente ao domínio total no direito societário e no direito dos valores mobiliários. Em P. Câmara, *Aquisição de Empresas*.
- Antunes, J. A. (2001). *A aquisição tendente ao domínio total: da sua constitucionalidade*. Coimbra: Coimbra Editora.
- Autorité des Marchés Financiers*. Obtido em 20 de Fevereiro de 2017, de <http://www.amf-france.org/>
- Azevedo, M. L., Azevedo, M. d., Bandeira, L., & Cunha, M. (1998). *Código do Mercado de Valores Mobiliários e Legislação complementar, Anotado e Comentado*. Associação da Bolsa de Derivados do Porto.
- Baptista, D. F. (2005). *O direito de exoneração dos accionistas: das suas causas*. Coimbra: Coimbra Editora.
- Benazzouz, S. (24 de Outubro de 2012). *La protection des actionnaires minoritaires dans les OPAs à travers le squeeze out et le sell out: Analyse comparative en droit français et espagnol*. Obtido em 10 de Fevereiro de 2017 de <http://blogs.u->

paris10.fr/content/la-protection-des-actionnaires-minoritaires-dans-les-opas-%C3%A0-travers-le-squeeze-out-et-le-sel

- Benedettelli, M. (2007). Offerte pubbliche d' acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario. *Banca, borsa e titoli di credito n.º 5, 60*, pp. 551-573.
- Cadilhe, M. (2014). A hostilidade coerciva do artigo 490.º do CSC: caso para um prémio especial? *Boletim de Ciências Económicas Homenagem ao Professor Doutor António José Avelãs Nunes, LVII Tomo I*, pp. 873-884.
- Câmara, P. (1998). Os deveres de informação e a formação de preços no mercado de valores mobiliários. *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários n.º 2*, pp. 81-92.
- Câmara, P. (2011a). As ofertas públicas de aquisição. Em P. Câmara, *Aquisição de Empresas*.
- Câmara, P. (2011b). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários (2ª ed.)*. Edições Almedina, S.A.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Obtido em 20 de Fevereiro de 2017, de <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>
- Conac, P.-H. (Novembre-Décembre de 2014). Le droit européen et les OPA. *Cahiers de Droit de L'Entreprise n.º 6*, pp. 44-51.
- Consob - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*. Obtido em 20 de Fevereiro de 2017, de <http://www.consob.it/>
- Cordeiro, A. M. (Dezembro de 1994). Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valorização e técnicas de defesa. *Revista da Ordem dos Advogados ano 54*, pp. 761-777.
- Cordeiro, A. M. (1997). A Oferta Pública de Aquisição. *Direito dos Valores Mobiliários*.
- Cordeiro, A. M. (Novembro de 1998). Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total (artigo 490.º n.º 3 do Código das Sociedades Comerciais). *Boletim do Ministério da Justiça n.º 480*, pp. 5-30.
- Cordeiro, A. M. (2005). Aquisições tendentes ao domínio total: constitucionalidade e efectivação da consignação em depósito (art. 490.º/3 e 4 do Código das Sociedades Comerciais). *O Direito Ano 137.º, III*, pp. 449-463.
- Couto, A. S. (Dezembro de 2006). Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA. *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários n.º 25*.
- Duarte, R. P. (Janeiro-Março de 2004). Constitucionalidade da aquisição potestativa de acções tendente ao domínio total, Anotação ao Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 491/02 . *Jurisprudência Constitucional* .

- Europeia, C. (2007). *Report on the implementation of the Directive on takeover bids*.
- Europeia, C. (2012). *Report of application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*.
- Ferreira, J. B. (1998). OPA Obrigatória. *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*.
- Frada, M. A., & Gonçalves, D. C. (Agosto de 2015). Perda da qualidade de sociedade aberta (Delisting de ações) e tutela dos acionistas minoritários. *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários n.º 51, I*, pp. 23-44.
- Frank, F. (Outubro de 2006). *La réforme de la réglementation relative aux offres publiques d'acquisitions (Loi sur les offres publiques d'acquisition)*. Obtido em 20 de Fevereiro de 2017, de [https://orbi.ulg.ac.be/bitstream/2268/75060/1/OPA%20-%20aspects%20dip%20\(final\).pdf](https://orbi.ulg.ac.be/bitstream/2268/75060/1/OPA%20-%20aspects%20dip%20(final).pdf).
- Galego, C. P. (2006). Reflexiones sobre la anunciada nueva normativa des OPAS. Em *Homenaje al professor D. Rodrigo Uría González en el centenario de su nacimiento* (pp. 143-156).
- Garcia, A. T. (1995). Da Oferta Pública de Aquisição e o seu Regime Jurídico. *Direito dos Valores Mobiliários*.
- Garcia, A. T. (1995). *OPA: da oferta pública de aquisição e seu regime jurídico*. Coimbra: Coimbra Editora.
- Gioia-Carabellese, P. d. *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie di strumenti finanziari*. Obtido em 21 de Fevereiro de 2017 de [http://web.jus.unipi.it/documenti/pisarum\\_joe/collana/05%20-%20Articolo%20Carabellese%202.pdf](http://web.jus.unipi.it/documenti/pisarum_joe/collana/05%20-%20Articolo%20Carabellese%202.pdf)
- Lecourt, B. (Janvier/Mars de 2007). Rapport de la Commission européenne sur la transposition de la directive OPA. *Revue des Sociétés*, pp. 192-195.
- Marcus Partners, e. c. (2012). *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*. Obtido em 22 de Fevereiro de 2017 de [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/study/study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf)
- Martin, D. (Novembre-Décembre de 2014). OPA: illustrations des incertitudes «Made in France». *Cahiers de Droit de L'Entreprise n.º 6*, pp. 38-43.
- Mendonça, J. R. (2004). A tomada de sociedade através de oferta pública de aquisição. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 45 n.º 1-2*, pp. 47-81.
- Mobiliários, C. d. Obtido em 18 de Fevereiro de 2017 de <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/Delibera%C3%A7%C3%A3odaCMVMsobrePerdadeQualidadedeSociedadeAbertadaBrisa%E2%80%933AutoestradasdePortugal,SA.aspx>

- Mobiliários, C. d. (2005). *Relatório final da consulta pública n.º 11/2005 sobre o anteprojecto de diploma de transposição da Directiva das OPA*. Obtido em 17 de Fevereiro de 2017, de <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/2d9c184049c14765b3b28d9aef343e65FBStatementDirectivaOPAS.pdf>
- Morais, J. A., & Lima, J. M. (2015). *Código dos Valores Mobiliários Anotado* (1ª ed.). Quid iuris.
- Paradopoulos, I. (Novembre-Décembre de 2014). Une philosophie fédéraliste des lois étatiques sur les OPA. *Cahiers de Droit de L'Entreprise*, pp. 52-59.
- Passos, D. F. (2007). O Princípio da tipicidade e os valores mobiliários. Em V. M. Jornadas (sobre) Sociedades abertas, *Sociedades abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira* (pp. 87-121). Coimbra: Coimbra Editora.
- Paz-Ares, C. *Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el derecho español*. Obtido em 20 de Fevereiro de 2017, de <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/965/documento/art03.pdf?id=2003>
- Pelèse, M. K. (Novembre-Décembre de 2014). Faut-il adopter un cadre juridique propice au développement des offres publiques d'acquisition. *Cahiers de Droit de L'Entreprise*, pp. 22-37.
- Pelèse, M. K. (Novembre-Décembre de 2014). Les offres publiques d'acquisition Évolutions et perspectives. *Cahiers de Droit de L'Entreprise*, p. 21.
- Pena, N. R. (2015). *Código dos Valores Mobiliários, Anotado e Comentado*. Lisboa.
- Pereira, J. N. (Abril, Junho de 1991). O regime jurídico das ofertas públicas de aquisição no recente Código do Mercado de Valores Mobiliários: principais desenvolvimentos e inovações. *Revista da Banca n.º 18*, pp. 29-98.
- Perna, F. D. (2013-2014). *La disciplina sull' OPA e l' impatto sul mercato del controllo societario: un' analisi empirica*. Obtido em 14 de Fevereiro de 2017, de <http://tesi.eprints.luiss.it/13395/1/di-perna-francesco-tesi-2014.pdf>
- Pierre, A. *La réforme du droit espagnol des offres publiques d'acquisition*. Obtido em 13 de Fevereiro de 2017, de <http://www.alfredo-bayssieres.com/Article-transposition-opa-oct-2009.pdf>
- Pimentel, J. M. (2001). O art. 490.º n.º 3 do Código das Sociedades Comerciais será inconstitucional? Em *Estudos em homenagem a Cunha Rodrigues* (Vol. II). Coimbra: Coimbra Editora.

- Raposo, B. (1997). A Aquisição do Domínio Total nas Sociedades Comerciais. *Dissertação de Mestrado, Biblioteca da FDUL.*
- Sá, L. d. (2009). *A contrapartida patrimonial na aquisição tendente ao domínio total.* Obtido em 05 de Janeiro de 2017 de <http://julgar.pt/wp-content/uploads/2015/11/157-172-A-contrapartida-patrimonial-na-aquisi%C3%A7%C3%A3o-tendente-ao-dom%C3%ADnio-total.pdf>.
- Santos, H. M. (2007). Aquisição tendente ao domínio total de sociedades abertas. *Direito dos Valores Mobiliários, VII*, pp. 275-402.
- Sfamini, P. (gennaio-febbraio de 47°/2002). La disciplina europea delle offerte pubbliche di acquisto. *Rivista delle società*, pp. 285-302.
- Silva, J. S. (Abril de 2007). Algumas observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Código dos Valores Mobiliários. *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários n.º 26*, pp. 47-58.
- Silva, P. C. (2004). Domínio de sociedade aberta e respetivos efeitos. Em *Direito dos Valores Mobiliários* (Vol. V, pp. 325-403). Coimbra Editora.
- Tola, M. (2005). La direttiva Europea in materia di OPA: Prime riflessioni. *Banca borsa e titoli di credito*, 58, pp. 490-512.
- Trigo, M. G. (1991). Grupos de Sociedades. *O Direito Ano 123.º*, pp. 41-114.
- Vaz, J. C. (2000). *As OPA na União Europeia face ao novo Código dos Valores Mobiliários.* Coimbra: Almedina.
- Vaz, J. C. (Outubro de 2011). A Regra de Não Frustração da OPA e a Aquisição do Controlo. *Dissertação de Doutoramento.*
- Vicente, D. M. (2007). Ofertas públicas de aquisição internacionais. *Direito dos Valores Mobiliários, VII*, pp. 465-494.

## **Jurisprudência**

- 23-05-1996 Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, Processo n.º 0010936
- 02-10-1997 Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, Processo n.º 96B695
- 06-06-2002 Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, Recurso n.º 10645/01
- 22-01-2003 Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, Processo n.º 03B798
- 03-02-2005 Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, Processo n.º 04B4356
- 15-03-2007 Acórdão do Tribunal da Relação de Évora, Processo n.º 2806/06-3
- 08-01-2008 Acórdão do Tribunal da Relação do Porto, Processo n.º 0725170
- 14-07-2016 Acórdão do Tribunal Central Administrativo do Sul, Processo n.º 13406/16

## Anexo

**Quadro 1: O segundo requisito legal adotado por cada Estado-membro**

<b>Estado-Membro</b>	<b>Aquisição Potestativa (art. 15.º da Diretiva das OPA)</b>
Áustria	90% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto
Bélgica	95% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto
República Checa	90% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto
Chipre	90% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto
Dinamarca	90% do capital com direitos de voto e 90% direitos de voto
Estónia	90% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto
Alemanha	95% do capital com direito de voto
Grécia	90% dos direitos de voto
Finlândia	90% do capital e 90% dos direitos de voto
França	95% do capital ou 90% dos direitos de voto
Hungria	90% dos direitos de voto
Irlanda	90% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto
Itália	95% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto
Letónia	90% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto
Lituânia	95% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto
Luxemburgo	95% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto
Malta	90% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto
Holanda	95% do capital com direitos de voto e 95% dos direitos de voto
Polónia	90% do capital e 90% dos direitos de voto da sociedade visada
Portugal	90% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta
Espanha	90% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta
Eslováquia	95% do capital com direitos de voto e 95% dos direitos de voto
Eslovénia	90% do capital com direitos de voto e 90% dos direitos de voto
Suécia	95% do capital com direitos de voto
Reino Unido	Aquisição potestativa: 90% das ações a que se refere a oferta e 90% dos direitos de voto
Bulgária	95% das ações
Roménia	95% das participações ou 95% dos direitos de voto
Croácia	95% das ações da sociedade visada e 95% dos direitos de voto

**Quadro 2: O impacto da transposição da Diretiva das OPA nos Estados-membros**

<b>Estado-membro</b>	<b>OPA</b>	<b>Aquisição Potestativa</b>	<b>Alienação Potestativa</b>	<b>Mudanças legislativas</b>
Áustria	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sem mudanças significativas
Bélgica	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Algumas mudanças
Chipre	Sim, constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Mudanças significativas
Republica Checa	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Mudanças significativas
Dinamarca	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sem mudanças significativas
Estónia	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Mudanças significativas
Finlândia	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Algumas mudanças
França	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Algumas mudanças
Alemanha	Sim, não constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Sem mudanças significativas
Grécia	Sim, não constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Mudanças significativas
Hungria	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Mudanças significativas
Irlanda	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Algumas mudanças
Itália	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Mudanças significativas
Luxemburgo	Sim, constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Mudanças significativas
Holanda	Sim, constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Mudanças significativas
Polónia	Sim, não constitui uma novidade	Sim, mas o conceito foi clarificado	Sim, mas o conceito foi clarificado	Mudanças significativas
Portugal	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Algumas mudanças
Espanha	Sim, não constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Mudanças significativas
Eslováquia	Sim, não constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Sim, constitui uma novidade	Mudanças significativas
Suécia	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sem mudanças significativas
Reino Unido	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sem mudanças significativas
Roménia	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sim, não constitui uma novidade	Sem mudanças significativas