



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**Direito de Exoneração vs Alienação Potestativa (No CSC e no
CVM) vs OPA obrigatória
Diferentes regimes para o mesmo direito de saída?**

Rita Isabel das Neves Mota

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2018

Universidade Católica Portuguesa

**Direito de Exoneração vs Alienação Potestativa (No CSC e no CVM) vs
OPA obrigatória
Diferentes regimes para o mesmo direito de saída?**

Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Direito da Empresa e dos Negócios,
apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa,
sob a orientação da Senhora Professora Doutora Daniela Baptista

Rita Isabel das Neves Mota

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2018

À minha família.

*“Os nossos conhecimentos são a reunião do raciocínio
e experiência de numerosas mentes.”*

Ralph Emerson

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais por acreditarem e, por mais uma vez, confiarem em mim. Sem eles nada disto se teria tornado realidade.

À minha irmã pela motivação e companhia nos momentos chave.

Ao Fábio por toda a paciência, suporte e compreensão diária, principalmente, quando já nada parecia fazer sentido.

À minha família e amigos, pelo apoio incondicional.

À Senhora Professora Doutora Daniela Farto Baptista pela prontidão e preciosa ajuda ao longo de todo este percurso.

RESUMO

A presente dissertação tem como objetivo o estudo das figuras do direito de exoneração, da alienação potestativa e da OPA obrigatória como mecanismos de saída da sociedade ao dispor do sócio.

Através da análise individualizada de cada instituto e a par do desenvolvimento e contraposição dos regimes particulares de cada um deles, pretende-se saber se estamos perante um verdadeiro direito de saída ou se este apenas se verifica, acidentalmente, por ocasião do exercício das figuras supramencionadas.

Palavras-chave: Direito de exoneração, alienação potestativa, OPA obrigatória, direitos de saída da sociedade, sócios minoritários.

ABSTRACT

The present dissertation has the purpose to study resignation right figures, potestative alienation and compulsory takeover bid as exit mechanisms of the company at the disposal of the partner.

Through the individualized analysis of each institute and the development and contraposition of the particular regimes of each of them, the aim is to understand if we are faced a real right of exit or if this only happens, accidentally, in the exercise of the aforementioned figures.

Keywords: resignation right, potestative alienation, compulsory takeover bid (OPA), company exit rights, minority shareholders.

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	11
2. DIREITO DE EXONERAÇÃO	13
2.1 Da Exoneração: pressupostos e características.....	13
3. ALIENAÇÃO POTESTATIVA (NO CSC E NO CVM).....	20
3.1 Da Aquisição Potestativa: pressupostos e características.....	20
3.2 Da Alienação Potestativa: pressupostos e características.....	24
3.4 Do caso da Alienação Potestativa Mobiliária.....	25
4. OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO OBRIGATÓRIA	27
4.1 Dever de lançamento	29
4.2 Da Derrogação e Suspensão	31
4.3 Das sanções aplicáveis no caso de incumprimento do dever de lançamento ...	32
4.4 Do objetivo da OPA obrigatória e Contrapartida	32
5. O DIREITO DE SAÍDA DOS SÓCIOS: DIFERENTES FIGURAS PARA A PROSECUÇÃO DO MESMO FIM?.....	34
6. CONCLUSÕES.....	43
BIBLIOGRAFIA	47
JURISPRUDÊNCIA.....	50

LISTA DE ABREVIATURAS

Ac. – Acórdão

Al. – Alínea

Als. – Alíneas

Art. – Artigo

Arts. – Artigos

CC – Código Civil

Cfr. – Confrontar

City Code – City Code on Takeovers and Mergers

Coord. – Coordenação

CMVM – Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários

CRP – Constituição da República Portuguesa

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DL – Decreto-lei

N.º - Número

N.ºs – Números

OPA – Oferta Pública de Aquisição

OPAs – Ofertas Públicas de Aquisição

Op. cit. – Obra citada

P. – Página

Pp. – Páginas

§ – Parágrafo

% – Percentagem

SA – Sociedade Anónima

SCA – Sociedade em comandita por ações

SQ – Sociedade por Quotas

Ss. – Seguintes

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

Vd. – *Vide*

Vol. – Volume

1. INTRODUÇÃO

É certo que a essência do direito das sociedades tem evoluído a passos largos no que toca com o reforço da proteção da posição dos sócios minoritários no seio da sociedade, sendo um exemplo claro disso a regra da maioria, presente no atual Código das Sociedades Comerciais – *doravante CSC* – pois, caso contrário, ainda estaríamos colocados perante a ideia de “*minor pars sequatur majorem*”, ou seja, as minorias têm de seguir as maiorias¹.

No atual contexto socioeconómico, por mais que se ambicione, nunca as relações entre sócios serão uniformes. Se por um lado, assistimos a uma dinâmica de negócio mais objetiva, por parte de alguns dos sócios, sendo, presumivelmente, do seu interesse influenciar ou controlar a vida da sociedade, por outro lado, assim, já não acontecerá, pois para muitos a participação numa sociedade é apenas vista como um simples investimento *in posterum*².

Conservando-se, desta forma, dois “tipos de sócios” e, conseqüentemente, diferentes interesses merecedores de tutela, não se pode menosprezar a imperiosa necessidade de se estabelecer mecanismos de apoio a favor daqueles que se encontram mais expostos aos riscos das operações levadas a cabo pela sociedade – *rectius*, sócios minoritários.

A presente dissertação tem como principal objetivo a análise das figuras do direito de exoneração, da alienação potestativa e da OPA obrigatória como diferentes mecanismos de saída da sociedade ao dispor dos sócios. Será apresentado o regime jurídico de cada uma das figuras, iniciando-se a exposição com o direito de exoneração. Incidirá a sua análise, em termos sumários, num primeiro momento, sobre o contexto histórico e sua definição, passando para as suas características e causas do seu exercício, chegando, por fim, aos seus fundamentos, onde se incluirá a análise da contrapartida a ser atribuída aos sócios exonerados. Note-se que, o desenvolvimento de todas as outras figuras seguirá os mesmos trâmites usados para o estudo do direito de exoneração. No entanto, sempre que se afigurar necessário para uma melhor compreensão dos temas, não

¹ CARLOTA GONÇALVES BORGES, *O artigo 490. o n.o 5 do Código das Sociedades Comerciais Direito Potestativo de Alienação ou Direito de Exoneração dos Sócios?*, Dissertação apresentada no âmbito do Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios, ministrado pela Faculdade de Direito da Universidade de Católica do Porto, 2016, p. 4.

² GUSTAVO DE SOUSA BOTELHO, *O Direito de Exoneração do Acionista Minoritário – A saída da sociedade cotada após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas*, Coimbra: Almedina, 2014, p. 7.

nos excluiremos da apreciação de matérias que digam respeito, individualizadamente, a cada um dos institutos.

Por último, prosseguir-se-á objetivamente com o cerne do presente trabalho, ou seja, confrontar-se-ão as figuras em causa, tendo em consideração as querelas doutrinárias existentes sobre aspetos particulares do regime de cada uma, assim como diligenciar-se-á, ainda, no sentido de aferir se o objetivo do legislador ao regular cada figura seria, efetivamente, o de acautelar o direito de saída dos sócios ou se este apenas se verifica por ocasião do seu exercício.

Pelo exposto, sobre os conhecidos reais e potenciais efeitos negativos gerados ou por atuações da própria sociedade ou por transferências do controlo que, por sua vez, motivam um sacrifício ilegítimo para os acionistas minoritários, versará toda esta temática em volta do quadro jurídico atribuído à posição dos sócios minoritários.

2. DIREITO DE EXONERAÇÃO

2.1 Da Exoneração: pressupostos e características

Partindo da análise do conceito de direito de exoneração, já as Ordenações Filipinas e mais tarde o Código Ferreira Borges de 1833 previam a figura da saída voluntária do sócio³, mediante a comunicação e o pagamento de uma contrapartida aos demais sócios⁴.

Com o passar dos anos, tornou-se, cada vez mais, evidente a necessidade de consagrar legalmente o direito de exoneração. Foi então o que aconteceu em 1888 no Código Comercial da altura – Código Veiga Beirão⁵ – onde a partir desse momento tornou-se possível a desvinculação por vontade unilateral do sócio em casos excepcionais, caso se verificassem certas vicissitudes contratuais que o motivassem, sem a obrigatória extinção da sociedade.

Nos dias que correm, o direito de exoneração já não é uma matéria virgem e desconhecida do mundo societário, uma vez que é uma figura vasta e bastante discutida na doutrina portuguesa.

Nesta conformidade, urge começar por evidenciar, em termos sumários, uma ideia global do que é este direito dos sócios como sendo “...o abandono unilateral do sócio da sociedade de que fazia parte, sem se fazer substituir, mediante contrapartida.⁶”, ou como “...a saída ou desvinculação deste da sociedade, mediante exercício de direito atribuído pela lei ou pelo contrato, recebendo uma contrapartida pelo valor da sua participação social.⁷” ou até mesmo como “...a perda (em sentido técnico) da participação de um sócio, deliberada pela sociedade, mediante iniciativa do sócio interessado, fundada em caso previsto na lei ou no contrato.⁸”.

Já PAIS DE VASCONCELOS, valendo-se de preceitos constitucionais, apresenta como fundamento da exoneração do sócio o princípio constitucional de liberdade

³ Usaremos, indiferenciadamente, o termo “sócio”, uma vez que as disposições aplicadas às sociedades anónimas, em larga escala, correspondem às aplicadas às sociedades por quotas.

⁴ Para maiores desenvolvimentos sobre o nascimento do direito de exoneração em Portugal consultar ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2.^a Ed., Coimbra: Almedina, 2011, pp. 698 e ss e o art. 693.º do *Código Commercial Portuguez* de 1856.

⁵ Note-se que, o Ordenamento Italiano foi o primeiro a fazer menção ao direito de exoneração - *diritto di recesso* – no Código Comercial de 1882, sendo apenas aplicável às sociedades anónimas tal como acontecia no sistema francês.

⁶ PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 6.^a Ed., Coimbra: Almedina, 2016, p. 394.

⁷ CAROLINA CUNHA, in *Código das Sociedades Comerciais em comentário – coord. Jorge M. Coutinho de Abreu*, Vol. III, Coimbra: Almedina, 2010, p. 565.

⁸ RAÚL VENTURA, *Sociedades por Quotas*, Vol. II, Reimpressão da Ed. de 1989, Coimbra: Almedina, 2005, p. 14.

(negativa) de associação. Apoiando-se no art. 46º, n.º 3 da Constituição da República Portuguesa – *doravante CRP* – afirma que “ninguém pode ser obrigado a fazer parte de uma associação nem coagido por qualquer meio a permanecer nela”⁹.

Por outras palavras, o direito de exoneração é o direito atribuído a todos os sócios, independentemente da participação detida, de abandonarem, unilateralmente, a sociedade por ocorrência de qualquer circunstância que “*torna inexigível a sua permanência na organização social*”¹⁰, mediante o pagamento de uma contrapartida correspondente ao valor da participação social que deve estar inteiramente liberada. Ora, como facilmente se compreenderá, as circunstâncias a que nos referimos não se podem traduzir em simples manifestações de pura vontade, mas ao invés terão de reunir sustento legal ou verificação pré-definida no estatuto da sociedade.

Desta definição sobressaem vários elementos em comum a todas as posições apresentadas sobre este paradigmático direito. Desde logo, este é um direito pertencente à qualidade de sócio, pelo que apenas poderá ser dele titular quem, à data da verificação da causa de exoneração e, conseqüentemente, comunicação à organização societária, gozar deste estatuto¹¹. Como em cima afirmamos, a vontade expressa do sócio em se exonerar da sociedade corresponde ao âmago do exercício deste direito, isto porque podem surgir situações suscetíveis à exoneração de um sócio e o mesmo não o querer exercer. Daí se considerar que estamos perante um direito voluntário independente da vontade de terceiros¹².

Com igual assentimento na doutrina atual, será ainda de referir que o direito de exoneração se apresenta como sendo um modo de reação a uma decisão desfavorável tomada pela sociedade em assembleia geral. Desta forma, sendo inexequível a separação do direito de exoneração da participação social detida pelo sócio, por referência à imperatividade e à injuntividade das normas que regulam este direito, o mesmo terá ainda como particularidades as características da intransmissibilidade e a inderrogabilidade. Por se tratar de um direito fundamental, de forma alguma poderá ser extinto ou restringido,

⁹ PEDRO PAIS DE VANCONCELOS, *in* *Direito das Sociedades em Revista - Concertação de acionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*, Ano 2, Vol. 3, Coimbra: Almedina, 2010, pp. 13 e 26.

¹⁰ DANIELA FARTO BAPTISTA, *O Direito de Exoneração dos Acionistas – Das Suas Causas*, Coimbra: Coimbra Editora, 2005, p. 84.

¹¹ Neste sentido, veja-se CURA MARIANO, *Direito de Exoneração dos Sócios nas Sociedades por Quotas*, Coimbra: Almedina, 2005, p. 86.

¹² RAÚL VENTURA, *op. cit.*, p. 10.

sob pena de nulidade da cláusula (art. 294º, do Código Civil) ou da deliberação (art. 56º, n.º 1, al. d), do CSC)¹³.

Porém, subsistem elementos constitutivos do direito de exoneração onde esta posição consensual já levanta alguma discussão. Primeiramente, falamos da questão da qualificação deste direito como sendo um direito potestativo ou subjetivo em sentido estrito. Segundo MOTA PINTO, “*Os direitos potestativos são poderes jurídicos de, por um ato livre de vontade, só de per si ou integrado por uma decisão judicial, produzir efeitos jurídicos que inelutavelmente se impõem à contraparte.*”¹⁴. Atente-se, no facto de que a este direito corresponde uma posição de sujeição do opositor que, inevitavelmente, assiste à produção na sua esfera jurídica de uma alteração. Por sua vez, descreve o direito subjetivo como sendo “*...um ato livre de vontade, só de per si ou integrado por um ato de uma autoridade pública, produzir determinados efeitos jurídicos que inevitavelmente se impõem a outra pessoa (contraparte ou adversário).*”¹⁵.

Parece-nos evidente que o direito de exoneração não pode ser classificado como um direito potestativo. No mesmo sentido, CURA MARIANO¹⁶ explica que o exercício do direito de exoneração não determina, necessariamente, que os efeitos que daí advêm sejam impostos à sociedade, até porque esta tem ao seu dispor vários modos para liquidar a participação detida e só com este ato se dá por concretizada a desvinculação do sócio. Ainda, do mesmo modo, pronuncia-se DANIELA BAPTISTA¹⁷ onde atesta que não é factível que a sociedade se veja num estado de sujeição, uma vez que se afigura possível a revogação da circunstância que deu caso ao exercício do direito de exoneração.

Em contraposição com esta orientação deparamo-nos com várias posições na doutrina, nomeadamente, RAÚL VENTURA¹⁸ que, usando como fundamento as sociedades por quotas, entende que a sociedade destinatária se encontra num estado de sujeição, uma vez que a esta apenas resta amortizar, adquirir ou fazer adquirir a participação social detida pelo sócio que por vontade unilateral exerceu o seu direito a abandonar a sociedade. Em sentido semelhante o faz TIAGO SOARES DA FONSECA¹⁹

¹³ ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas Direitos Individuais*, Coimbra: Coimbra Editora, 2004, p. 323.

¹⁴ MOTA PINTO/PINTO MONTEIRO/PAULO MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4.ª Ed., Reimpressão, Coimbra: Coimbra Editora, 2012, p. 178.

¹⁵ MOTA PINTO/PINTO MONTEIRO/PAULO MOTA PINTO, *op. cit.*, p. 183.

¹⁶ CURA MARIANO, *op. cit.*, p. 86.

¹⁷ DANIELA FARTO BAPTISTA, *op. cit.*, pp. 286 ss.

¹⁸ RAÚL VENTURA, *op. cit.*, p. 10.

¹⁹ TIAGO SOARES DA FONSECA, *O Direito de Exoneração do Sócio no Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra: Almedina, 2008, pp. 29 e 30.

afirmando que o exercício deste direito produz, unilateralmente, uma obrigação na esfera jurídica da sociedade, uma vez que a mesma terá de responder à obrigação de extinção da relação societária e, por consequência, efetuar o pagamento do reembolso da participação social. Explica ainda que, após a manifestação da declaração de exoneração, mesmo na eventualidade de poder ser revogada a causa justificativa que motivou o exercício do direito, a sociedade não estaria a evitar os efeitos produzidos pelo exercício deste direito, mas apenas a “evitar o problema” . Com igual entendimento temos ainda ARMANDO TRIUNFANTE²⁰ afirma tratar-se de um direito potestativo atribuído ao sócio, pois à sua saída não corresponde qualquer tipo de encargo para si, relativamente à situação em que deixa a sociedade.

Em tom de conclusão, cumpre-nos tomar posição. Assim, não podemos concordar com quem na doutrina defende o direito de exoneração como sendo um direito potestativo. Primeiro, parece-nos indefensável considerar que, após a declaração de exoneração por parte do sócio, a sociedade fique subjugada a um estado de sujeição, pois, na verdade, continua a ter o poder de decisão perante os efeitos decorrentes do exercício deste direito, tendo mesmo ao seu dispor a faculdade de revogar a situação que deu causa ao exercício do direito e, conseqüentemente, impedir a produção de efeitos e obrigações que dele advêm. Nesta conformidade, estamos em crer que será inadequado considerar que a declaração de exoneração faz surgir na ordem jurídica da contraparte um direito a extinguir a relação societária existente, quando, na realidade, contrapõe-se uma obrigação e não um estado de sujeição. Aliás, note-se que o exercício deste direito, *per si*, não implica, automaticamente, a perda qualidade de sócio, o que seria de antecipar caso o caracterizássemos como sendo um direito potestativo. Queremos com isto dizer que o direito de exoneração não se trata de um direito potestativo extintivo²¹, pois, ao invés, faz nascer (e não extinguir!) a obrigação de a sociedade efetuar o pagamento de uma contrapartida, amortizando, adquirindo ou fazendo adquirir as quotas ou ações correspondentes ao valor real da participação detida pelo sócio no capital social²².

Neste seguimento, importa ainda referir outra das características deste direito. Falamos, pois, da imposição de liberalização integral das entradas convencionadas aquando da amortização ou aquisição pela sociedade da respetiva participação social,

²⁰ ARMANDO TRIUNFANTE, *op. cit.*, p. 289.

²¹ Em sentido oposto encontramos a doutrina e a jurisprudência do ordenamento Italiano.

²² CARLOTA GONÇALVES BORGES, *op. cit.*, p. 24.

conforme dispõe o art. 240º, n.º 2 do CSC²³. Caso assim não fosse, estaria apenas o legislador a colaborar com a “fuga” prematura do sócio face às obrigações a que se encontra adstrito.

Do mesmo modo, não se logra existir posição consensual na doutrina relativamente à questão de se considerar o direito de exoneração como sendo um direito de exercício unitário ou, em alternativa, poderá um sócio se exonerar de forma parcelar²⁴, pelo que mais à frente voltaremos a dedicar a nossa atenção à questão. Desde já, na nossa opinião, parece-nos de equação duvidosa a aquiescência da segunda posição. Partindo do pressuposto de que o direito de exoneração consiste na faculdade atribuída ao sócio de, por sua iniciativa, desvincular-se da sociedade, temos dúvidas quanto à posição adotada por TIAGO SOARES DA FONSECA²⁵ onde perspetiva a admissibilidade do exercício do direito de exoneração de uma forma parcelar, especialmente, nas sociedades anónimas. Ora, apesar de concordar com a tese do carácter unitário relativamente às sociedades por quotas, por força do art. 240º, n.º 2 do CSC, o mesmo não o admite relativamente às sociedades anónimas por julgar que, perante a ocorrência de uma causa de exoneração, os interesses, tanto do sócio como da sociedade estão acautelados, visto que permite ao sócio reduzir a sua participação e à sociedade não seria exigido o reembolso total. Contudo, sobre esta querela, em nosso entender, não podemos concordar com esta posição, pelo simples facto de a aprovação de uma exoneração parcial conduzir a uma ideia de desinvestimento. Não fará sentido um sócio declarar-se a favor de determinado deliberação e, simultaneamente, fazendo uso da parcela restante das suas ações motivar a sua exoneração, conforme discorre DANIELA BATISTA²⁶. Mais ainda, só podemos concluir que foi esta a intenção que o legislador quis fazer valer, tendo em conta a unidade do sistema jurídico e a analogia que tanto impera quando assim o justifique (art. 2º do CSC).

Quanto à previsão legal, são várias as manifestações do direito de exoneração presentes na lei. Deste modo, torna-se essencial destacar o tipo de sociedade, pela simples razão de o legislador societário português ter definido esta figura com diferente amplitude consoante os diferentes tipos legais de sociedade existentes.

²³ Note-se que, apesar desta norma se encontrar afiliada às sociedades por quotas, vale também para os outros tipos de sociedades. Assim, só com o cumprimento integral das entradas será exigível à sociedade promover a extinção da relação societária. Neste sentido, veja-se, RAÚL VENTURA, *op. cit.*, p. 93.

²⁴ Conforme resulta do ordenamento Espanhol.

²⁵ TIAGO SOARES DA FONSECA, *op. cit.*, p. 37 ss.

²⁶ DANIELA FARTO BAPTISTA, *op. cit.*, pp. 143 ss.

Porém, a par das causas legais²⁷ de exoneração previstas no CSC especificamente para cada tipo de sociedade, constam ainda do mesmo diploma, na sua parte geral, disposições comuns aplicáveis e invocáveis no seio de todas as espécies de sociedades, na falta de estipulação no regime próprio de cada tipo societário, a saber, a transferência para o estrangeiro da sede social efetiva (art. 3º, n.º 5 do CSC), onde se prevê que podem os sócios que não tendo votado a favor da deliberação de transferência, se exonerar no prazo de 60 dias após a publicação da referida deliberação; os vícios da vontade e a usura (art. 45º, n.º 1 do CSC), onde se prevê que pode o sócio exonerar-se se, aquando da celebração do contrato, tiver incorrido em erro, dolo, coação ou usura; a fusão e a cisão (arts. 105º e 120º do CSC), onde se prevê a possibilidade do sócio se afastar da sociedade, desde que este direito esteja previsto na lei ou no contrato de sociedade, caso não se conforme com uma destas mudanças; a transformação (art. 137º do CSC), onde se prevê a possibilidade do sócio se afastar da sociedade, desde que este direito esteja previsto na lei ou no contrato de sociedade, nos 30 dias subsequentes à deliberação que conceda tal transformação, sendo para tal necessário que não tenha votado a favor da mesma; o regresso à atividade da sociedade dissolvida (art. 161º, n.º 5 do CSC), onde se prevê que possibilidade do sócio exonerar-se com fundamento na significativa redução na participação social que anteriormente detinha.

Não obstante, é importante ressaltar que, em defesa do princípio da liberdade contratual, consagrado no art. 405º do Código Civil, consideramos que deverão as partes gozar de autonomia suficiente²⁸ para, por sua iniciativa, incluírem nos estatutos cláusulas com outros fundamentos que poderão conduzir à exoneração do sócio²⁹.

No caso das sociedades por quotas, o direito do sócio se exonerar pode ser exercido nos casos previstos na lei e no contrato, encontrando-se elencado, para além das causas previstas na parte geral, no art. 240º do CSC. Desde logo, podemos considerar que as causas de exoneração previstas para este tipo de sociedades não são causas taxativas, dado

²⁷ Ao contrário do que acontece com as cláusulas convencionadas, estas não podem ser suprimidas ou modificadas.

²⁸ Note-se que, no nosso entender, não se poderá traduzir numa absoluta liberdade, uma vez que, pelas partes, deverão ser observados certos limites aquando da elaboração da cláusula a integrar nos estatutos da sociedade. Tome-se, como exemplo, o art. 240º do CSC relativamente às sociedades por quotas, onde o legislador foi perentório ao descrever com a máxima precisão os factos que podem levar a uma desvinculação do sócio, bem como a proibir a inclusão de cláusulas contrárias à lei.

²⁹ JOSÉ MIGUEL DE ALBUQUERQUE, *in Revista de Direito das Sociedades – Direito de exoneração dos sócios nas sociedades por quotas e nas sociedades anónimas*, Ano IV, N.º 1, Coimbra: Almedina, 2012, p. 169. No mesmo sentido, *vd.* JORGE COUTINHO DE ABREU, *Curso de... op. cit.*, p. 428 e TIAGO SOARES DA FONSECA, *op. cit.*, pp. 277 e ss.

que aos sócios é conferida a faculdade de preceituarem novas situações nos estatutos da sociedade, tal como acontece no art. 229º do mesmo diploma, onde se atribui um direito à exoneração sempre que o contrato de sociedade proíba a cessão de quotas, desde que respeitados os circunstancialismos requeridos para o seu exercício³⁰. Há ainda que assinalar que, embora não o faça de forma expressiva, o legislador também no art. 207º, n.º 2 do CSC parece prever um direito à exoneração do sócio que, face a um aumento de capital inesperado, não pretender concorrer com a responsabilidade a que fica, assim, adstrito, uma vez que, à data desse aumento, todos os sócios serão solidariamente responsáveis com os novos sócios pelo pagamento das entradas destes últimos³¹. Retornando ao artigo chave deste tipo de sociedade quanto ao direito em questão, diversos são os motivos relacionados com a exoneração do sócio. No entanto, para que tal direito possa ser invocado, é necessário que, relativamente a qualquer situação, o sócio vote expressamente contra a deliberação que autorizou o resultado discordante com a sua situação³², o que demonstra a ideia de sociedade híbrida, bem como a apresentação de uma causa legal ou contratual justificativa. Por consequência, aquando do conhecimento do facto exoneratório, deverá o sócio no prazo de 90 dias comunicar, por escrito, à sociedade a sua intenção, tendo a mesma 30 dias para amortizar, adquirir ou fazer adquirir a quota referente ao sócio exonerando. Se tal não acontecer, pode o sócio requerer a dissolução da sociedade por via administrativa, conforme resulta do art. 240º, n.º 4 do CSC. Pelo exposto, tendo ocorrido alguma das causas legais ou estatutárias de exoneração, não pode ser exigido ao sócio a sua permanência na sociedade.

Já, no que toca com as sociedades anónimas, o cenário naturalmente será outro, uma vez que a própria natureza sociedade aliada ao princípio da livre transmissibilidade das participações exige que se apresente uma orientação mais rígida. Pese embora, seja a lei omissa quanto à previsão de circunstâncias tendentes à exoneração dos acionistas, sempre serão de se aplicar, genericamente, as causas de exoneração catalogadas na parte geral³³. Destarte, note-se que, seguimos o mesmo entendimento adotado *supra* para as sociedades por quotas – *rectius* o legislador não consagrou qualquer proibição quanto ao

³⁰ ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, in *Código das Sociedades Comerciais em comentário – coord. Jorge M. Coutinho de Abreu*, Vol. III, Coimbra: Almedina 2010, pp. 472 e ss.

³¹ CAROLINA CUNHA, *op. cit.*, pp. 258 e ss.

³² Neste sentido, o direito de exoneração encontra-se vedado ao sócio que simplesmente se absteve ou não participou na deliberação.

³³ MARIA VICTÓRIA ROCHA, *Manual das Sociedades Anónimas: Publicação prática e atual para Administradores, membros do Órgão de Fiscalização, Direção e Conselho Geral*, Un. 6, Cap. 3, Subcap. 5, Lisboa: Däschöfer, 2007, pp. 2 e ss.

estabelecimento de um preceito expressamente vertido no contrato de sociedade por considerar não estar em causa qualquer violação do princípio típico do tipo de sociedade³⁴.

O grande problema que aqui se coloca é saber como é que se exerce e regula este direito, uma vez que o legislador não previu qualquer causa para este tipo de sociedade³⁵. Há quem entenda que se deve seguir analogicamente o regime das sociedades por quotas³⁶. Na nossa opinião, tal não se aplicará, pois, o legislador não regulou porque simplesmente não foi sua intenção regular a figura da exoneração nas sociedades anónimas e, por isso, discordamos de quem considere que estamos perante uma lacuna na lei. Ora, somos da opinião que, tendo em conta as características deste tipo de sociedades, nomeadamente, a impessoalidade³⁷ e a livre cedência da sua participação social, só fará sentido ao sócio desvincular-se da sociedade aquando da ocorrência de uma justa causa. Assim, ocorrendo uma alteração significativa de circunstâncias na vida sociedade, que ponha em causa de, certo modo, a viabilidade e manutenção do sócio na mesma, será previsível que seja permitida a saída do sócio da sociedade, sendo-lhe confirmado o respetivo montante da sua participação social, conforme o disposto no art. 105º do CSC.

3. ALIENAÇÃO POTESTATIVA (NO CSC E NO CVM)

3.1 Da Aquisição Potestativa: pressupostos e características

Em primeiro lugar, esta figura teve a sua origem no antigo art. 481º do Projeto do CSC de 1986, não tendo o seu texto correspondido, na íntegra, com a versão aprovada, uma vez que esta última se apresenta como sendo mais protetora dos sócios livres³⁸. Apesar das alterações sofridas no corpo do artigo, para a temática em causa apenas

³⁴ Contra, PAULO OLAVO CUNHA, *op. cit.*, p. 395.

³⁵ Veja-se, que por este motivo, serão os sócios deste tipo de sociedade “*prisioneiros*” da mesma, quando o oposto é que deveria acontecer por se tratar de uma sociedade dotada de uma maior liquidez do que o que acontece com as sociedades por quotas.

³⁶ Para maiores desenvolvimentos sobre esta questão, *vide* DANIELA FARTO BAPTISTA, *op. cit.*, pp. 490 e ss.

³⁷ Neste tipo de sociedades não é a importante pessoa do sócio, mas sim o capital que este investe, pelo que a figura do sócio é apenas vista como um mero número.

³⁸ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *op. cit.*, p. 1252.

interessam os números 5 e 6, sendo que quanto a estes pouco ou nada divergem os anteriores 3 e 4 do Projeto.

Como ponto de partida para o desenvolvimento deste tema dispomos dos arts. 490º, do CSC, intitulado de “Aquisições tendentes ao domínio total” e do art. 196º, do CVM³⁹, sendo que, para uma melhor compreensão da figura em causa, será imperativo proceder à separação dos vários regimes relacionados com a alienação potestativa.

O domínio total⁴⁰ apresenta-se regulado nos artigos 488º a 491º, do CSC e integra o elenco dos instrumentos jurídicos⁴¹ orientados para a criação de uma relação de grupo. Não existindo uma definição uniforme na doutrina, por relações de grupo deve-se entender “o conjunto mais ou menos vasto de sociedades comerciais que, conservando embora as respetivas personalidades jurídicas próprias distintas”⁴² “se identifica uma direção económica unitária e, assim, uma nova unidade económica, independentemente da respetiva fonte”⁴³. A principal questão levantada a propósito deste instituto prende-se com a dificuldade em saber se o mesmo tem como função principal o “esmagamento compulsivo” das posições jurídicas minoritárias⁴⁴. Na “esteira da lei do mais forte”, que hoje em dia impera nos mercados financeiros, nomeadamente nas relações intersocietárias, a figura em estudo assume um papel de grande relevância na estrutura e dinâmica das relações entre maioria e minorias⁴⁵. Ora, para que possamos falar de casos

³⁹ Calcula-se que o legislador português se tenha inspirado no 209º do *Companies Act* britânico de 1948. Terá ainda como base o sistema da *Eingliederung* alemã e o projeto de *Nona Directriz das Sociedades Comerciais* de 1984, uma vez que estes dois sistemas aproximam a aquisição do domínio total no campo dos grupos de sociedades e não do sistema de aquisição do domínio total que ocorre apenas por circunstância da oferta pública de aquisição, como acontece com a *offre publique de retrait* e *retrait obligatoire* francesas (vd. 236-3/4 e 237-1 do *Règlement Général*) e com o *diritto di acquisto* italiano (vd. 111º do *Testo Unico*). Já fora do ordenamento jurídico europeu, encontramos também mecanismos cujas finalidades consistem em afastar os minoritários das sociedades. É o caso do direito Norte-Americano através dos *squeeze outs* e *freeze outs*, in ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *op. cit.*, pp. 1252 e 1253.

⁴⁰ São duas as modalidades de domínio total: domínio total inicial (art. 488º, do CSC) e domínio total superveniente (art. 489º, do CSC).

⁴¹ São ainda parte do conjunto de instrumentos jurídicos o contrato paritário previsto no art. 492º do CSC e o contrato de subordinação regulado nos arts. 493º a 508º, do CSC.

⁴² Para um estudo mais atento sobre as relações de grupo reguladas no sistema societário português, vd., ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades*, 2ª Ed. Revista e Atualizada, Coimbra: Almedina, 2002, p. 52. e DANIELA FARTO BAPTISTA, *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Porto: Universidade Católica Editora, 2016, pp. 456 e ss.

⁴³ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Grupos de Sociedades*, Coimbra: Almedina, 2017, p. 7.

⁴⁴ ANA FILIPA ANTUNES, in *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais – Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2008, p. 203.

⁴⁵ Já a nível Europeu, o Estatuto da Sociedade Europeia, aprovado pelo Regulamento (CE) n.º 2157/2001, do Conselho de 8 de Outubro de 2001, tutela os interesses dos acionistas minoritários, especialmente em caso de operações de reestruturação e de cooperação.

Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32001R2157>

de sucesso e ordem entre sociedade dominada e sociedade dominante – *rectuis* sociedade filha e sociedade mãe –, deve-se ter em conta um conjunto amplo de fatores, pois não serão só as fontes externas a influenciar o crescimento societário, mas também todos os elementos geradores de equilíbrio, organização e estruturação societária. De tal forma, por força da constante e inevitável evolução dos mercados financeiros serão cada vez mais frequentes as manifestações impulsionadoras do desenvolvimento de mecanismos capazes de promover o crescimento sustentável das empresas. Só assim conseguirão fazer face a toda a concorrência existente, de modo a permitir a identificação dos pontos fortes e fracos do objeto a comercializar.

Segundo ENGRÁCIA ANTUNES, para estarmos perante a figura da aquisição tendente ao domínio total devem estar, indubitavelmente, preenchidos certos requisitos. São eles: a participação intersocietária, o dever de comunicação da participação detida, o direito e dever potestativo de aquisição e de alienação do capital sobejante da sociedade dominada e, por último, a contrapartida patrimonial devida aos sócios minoritários⁴⁶.

A aquisição tendente ao domínio total, conforme resulta do disposto no art. 490º, do CSC, no essencial, confere o direito a qualquer sociedade anónima, sociedade por quotas ou sociedade em comandita por ações, com sede em Portugal, que, por si ou em conjunto com outras sociedades, detenha uma participação social correspondente a, pelo menos, 90% do capital social de uma outra sociedade pertencente a um destes tipos, de adquirir potestativamente as quotas ou ações de que sejam titulares os sócios minoritários, mediante o pagamento da contrapartida ou compensação patrimonial devida (n.ºs 1 a 4). Melhor dizendo, não basta que a sociedade detenha 90% do capital social de outra sociedade para que estejamos perante uma relação de grupo por domínio total. Ao invés, só com a aquisição da totalidade das participações sociais remanescentes da outra sociedade é que tal domínio se concretizará, sendo, paralelamente, atribuído aos sócios minoritários um direito de alienação potestativa (n.ºs 5 e 6). Neste sentido, veja-se o *Acórdão do Tribunal da Relação de Évora, de 15 de março de 2007*, onde se considerou que tinha o direito de exigir da sociedade-sócia, detentora de 90% do capital social, a aquisição das suas quotas ou ações, um sócio que apenas detinha uma participação de 10% no capital, mesmo estando a distribuição das partes sociais estabelecida desde o início da constituição da sociedade detida. Com todo o respeito, tal posição não pode

⁴⁶ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades*, 2ª ed. Revista e Atualizada, Coimbra: Almedina, 2002, p. 874.

colher a nossa aprovação, pois o sócio minoritário era sabedor, desde o início, que dada a sua desvantagem perante a possibilidade de obtenção da percentagem restante pelo outro sócio, em nada se alteraria o valor da sua participação.

Atingida que esteja a aludida participação, deverá, no prazo de 30 dias, tal facto ser comunicado à sociedade dominada, passando a dispor a dominante de um prazo de seis meses para, se pretender, apresentar proposta de aquisição do capital livre. Centrando a questão no n.º 5 do art. 490º, importa salientar que, sem prejuízo de ulteriores desenvolvimentos, no caso de ultrapassados os seis meses sem que haja oferta por parte da sociedade dominante, poderá qualquer sócio livre exigir que aquela adquira as suas quotas ou ações. Se mesmo assim nada for feito pela sociedade dominada, isto é, se não for formulada a proposta a que está adstrita ou se a mesma for insatisfatória, podem os sócios livres, no prazo de trinta dias, requerer junto do tribunal a declaração de aquisição, pela dominante, das participações sociais, sendo fixado o valor em dinheiro a pagar⁴⁷. Sobre tal consideração, discorre MENEZES CORDEIRO⁴⁸. No seu entendimento, a exigência de fixação da contrapartida em dinheiro deve ser devidamente interpretada, ou seja, se aquando da oferta de contrapartida mobiliária e, cumulativamente, pecuniária, deduzida pela sociedade dominante, o sócio livre apenas questionar o montante global, não deverá o tribunal alterar a natureza da compensação.

Assim, apenas resta concluir que o art. 490º, do CSC⁴⁹, além de incentivar a organização jurídica da empresa plurissocietária e de propulsionar o progresso das relações de grupo na modalidade de domínio total superveniente, apresenta-se como sendo mais protetor dos sócios minoritários, uma vez que permite que estes facilmente consigam superar a inércia da sociedade dominante em adquirir as suas participações.

⁴⁷ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *op. cit.*, p. 1259.

⁴⁸ *Idem.*

⁴⁹ Sem prejuízo, tal norma jurídico-societária foi considerada inconstitucional, pelo Ac. de 2 de Outubro de 1997 do Supremo Tribunal de Justiça, por ter considerado que ela violava os preceitos da livre iniciativa económica (art. 61, n.º 1), da propriedade provada (art. 62º, n.º 1) e da igualdade (art. 13º, n.º 1) da Constituição da República Portuguesa. Contudo, tal hipótese deve ter-se, hoje, por afastada, uma vez que já não se apresenta como sendo o entendimento dominante da jurisprudência. Senão vejamos, a título de exemplo, o Ac. do STJ, de 10 de Abril de 2003, cujo sumário refere expressamente “*Esta norma (artº 490º nº 3 do CSC) não viola o direito à livre iniciativa privada, o direito de propriedade, o princípio da igualdade ou o princípio da proporcionalidade (art’s 61º, 62º, 13º e 18º da CRP), não sendo inconstitucional*”. Neste sentido, veja-se, ainda, o Ac. do Tribunal Constitucional. nº 491/02, de 26 de Novembro, no qual se decidiu pela não inconstitucionalidade da norma do artº 490º nº 3 do CSC.

3.2 Da Alienação Potestativa: pressupostos e características

Resulta do n.º 5, do art. 490º, do CSC, a existência de um direito potestativo de alienação das participações dos sócios dissidentes a ser exercido perante a sociedade participante. Não obstante, nada garante que a sociedade detentora de uma percentagem geradora de uma relação de domínio total, venha, efetivamente, exercer tal faculdade atribuída por lei e, conseqüentemente, adquira ou faça adquirir as participações minoritárias. Deste modo, se tal não se vier a concretizar, ou seja, se a sociedade dominante não cumprir com a oferta de aquisição no prazo que lhe está destinado a fazer, conforme resulta do n.º 2 do mesmo artigo, podem os sócios ou acionistas livres vir, em qualquer altura, fazer valer o direito que lhe assiste, ou melhor, podem vir exigir que a sociedade lhes faça oferta de aquisição das suas quotas ou ações, mediante contrapartida equitativa.

Note-se que, em caso de sonegação do dever de comunicação imposto à sociedade dominante, por ocasião da aquisição de 90% do montante legal crítico da sociedade dominada, o sócio minoritário que tome conhecimento, por outro meio, da situação, não pode ver o seu direito precludido, sob pena de estarmos perante uma violação grosseira do princípio da boa fé⁵⁰.

Ademais, na ausência de estipulação legal sobre o modo de aceitação e concretização da alienação, aplicar-se-ão as regras gerais, pelo que formulada que esteja a oferta de aquisição pela sociedade dominante, poderá o sócio aceitá-la ou rejeitá-la. Nesta conformidade, quanto às sociedades por quotas, a cessão de quotas, prevista no art. 228º, do CSC deverá seguir a forma escrita e apenas e só com a solicitação da promoção do registo comercial (art. 242º-A) é que se tornará efetiva. Em face das sociedades anónimas, tendo em conta que existem diferentes tipos de ações, existirão, então, diferentes formas de dar cumprimento à alienação. Assim, de acordo com o art. 80º, n.º 1, do CVM, as ações escriturais transmitem-se pelo registo na conta do adquirente; às ações tituladas ao portador, atualmente proibida a sua emissão, por força da Lei n.º 15/2017, de 03 de Maio, serão aplicadas as disposições referentes às ações nominativas, uma vez que o mesmo diploma legal impõe a sua conversão para este último tipo. Ora, as ações tituladas nominativas transmitem-se por declaração de transmissão, escrita no título, a favor do transmissário, seguida de registo junto do emitente ou junto do intermediário financeiro que o represente (art. 102º, n.º 1, do CVM).

⁵⁰ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *op. cit.*, p. 1258.

Ora, o certo é que nos encontramos perante um verdadeiro direito potestativo, dado que sobre os poderes inerentes à qualidade de sujeito ativo – “*máxime*” sócios minoritários – faz corresponder um real estado de sujeição da sociedade dominante.

Por maioria de razão, pode o titular ativo do direito, por simples declaração unilateral de vontade, produzir efeitos jurídicos que na esfera jurídica da contraparte. Pese embora considerarmos este direito da sociedade como sendo um direito potestativo extintivo, não nos esqueçamos que será também um direito potestativo constitutivo, ao passo que, além de extinguir uma relação jurídica existente, promove a criação de uma relação de domínio total⁵¹.

3.4 Do caso da Alienação Potestativa Mobiliária

Cabe-nos, agora, expor, ainda que de forma sumária, os traços fundamentais, bem como o âmbito de aplicação do regime particular da alienação potestativa mobiliária.

Com a entrada em vigor do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo DL 486/99, de 13 de Novembro, aumentou-se o leque de disposições contidas no artigo 490º, do CSC, acrescentando-se o n.º 7 como salvaguarda da aplicação deste diploma às sociedades abertas⁵². Em termos próximos, a aquisição tendente ao domínio total tem, igualmente, consagração no CVM, nos arts. 194º a 197º, que dizem respeito à aquisição do controlo societário obtido através de ofertas públicas de aquisição.

Tanto nas sociedades ditas comuns do direito societário como nas sociedades abertas, a aquisição tendente ao domínio total tem como pano de fundo a aquisição de uma participação maioritária, pelo que se traduzem num instrumento fornecido pelo legislador como forma de facilitar o domínio total⁵³.

Em termos sucintos, no que contende com a alienação potestativa, paralelamente ao regime do CSC, prevê o art. 196º do CVM que, sendo a sociedade visada uma sociedade aberta, cuja lei pessoal é portuguesa e tendo sido lançada uma oferta pública de aquisição – *doravante OPA* – geral da qual alguém alcançou ou ultrapassou 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade aberta, até ao apuramento

⁵¹ CARLOTA GONÇALVES BORGES, op. cit., p. 17.

⁵² “É a designação abreviada de sociedade com o capital aberto ao investimento público (art. 13º, n.º 1 do CVM) (...)”, vd. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. I, 7.ª Ed., Coimbra: Coimbra Editora, 2013, p. 539.

⁵³ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *in* Direito dos Valores Mobiliários – Sociedades Abertas, Vol. VI, Coimbra: Coimbra Editora, 2006, pp. 35 e 36.

dos resultados, pode o titular das ações remanescentes exercer o seu direito de alienação potestativa⁵⁴.

Não deixa de ser importante realçar que, sendo certo que as ações remanescentes poucos poderes conferem a quem as aliena, como será previsível, apenas fará sentido serem adquiridas pelo próprio sócio dominante. Ora, se assim acontecer, ou seja, se o sócio dominante adquirir potestivamente as ações remanescentes, de acordo com o art. 194º, n.º 1, do CVM, o titular das mesmas afastar-se-á da sociedade. Por outro lado, se o sócio dominante não o fizer e caso seja intenção do titular das ações sobrantes aliená-las, preenchidos os pressupostos do art. 196º, do CVM, poderá este último socorrer-se deste instituto para obrigar o sócio dominante a adquiri-las, devendo a contrapartida ser justa e equitativamente calculada em dinheiro, conforme resulta do art. 188º, do CVM.

Destarte, pretendendo o titular das ações remanescentes que as mesmas sejam alienadas deverá, nos três meses subsequentes ao apuramento dos resultados da OPA⁵⁵, endereçar ao sócio dominante um convite escrito, de modo a que este no prazo de oito dias apresente, ou não, uma proposta de aquisição das suas ações. Tendo sido desrespeitado este último prazo por parte do sócio dominante ou tendo sido a proposta considerada insatisfatória, terá o titular das ações remanescentes toda a legitimidade para considerar que estão as mesmas, efetivamente, alienadas potestivamente, diligenciando pelo envio de declaração à Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários – *daqui em diante CMVM* –, nos termos do disposto no n.º 2 do art. 196º. Posteriormente, a CMVM promoverá a notificação do sócio dominante, sendo certo que se não efetuar o pagamento da contrapartida, fica sujeito aos termos executivos, uma vez que a certidão comprovativa da notificação vale como título executivo, nos termos do art. 196º, n.ºs 2 e 4, do CVM). Se, pelo contrário, tudo se processar nos trâmites gerais, após a apresentação da proposta de aquisição, as ações transmitir-se-ão regularmente.

De todo o modo, sempre se dirá que passará a sociedade aberta a fechada e, conseqüentemente, deixarão de estar as suas ações admitidas à negociação, fazendo operar o chamado “*going private*”. Atente-se ainda que, de acordo com o art. 195º, n.º 1, a aquisição apenas se torna eficaz com a publicação do registo junto da CMVM.

⁵⁴ COUTINHO DE ABREU/SOVERAL MARTINS, *in Código das Sociedades Comerciais em comentário – coord. Jorge M. Coutinho de Abreu*, Vol. VII, Coimbra: Almedina, 2010, p. 178.

⁵⁵ Note-se que, atualmente, os prazos que os artigos 194º, n.º 1 e 196º, n.º 1, do CVM fazem referência são iguais e correm de forma simultânea. Já o art. 16º, n.º 3 da Diretiva 2004/25/CE mandava aplicar à alienação potestativa o prazo de três meses a contar do termo do prazo de aceitação da oferta, conforme resulta do art. 15º, n.º 4.

Em tom de conclusão, não restarão dúvidas quanto à qualificação deste direito como sendo um puro direito potestativo. Dúvidas, não deveriam também restar no que toca com o afastamento da figura da alienação potestativa com a do direito de exoneração, tanto no CSC como no CVM, pois, como ficou claro, o instituto da alienação potestativa apresenta regulação própria, não necessitando de se socorrer de nenhum outro análogo para se completar.

4. OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO OBRIGATÓRIA

Apesar de estarmos perante uma figura que atinge certos níveis de complexidade, mas que, ao mesmo tempo, assume um papel de liderança em termos económicos e jurídico-culturais no universo mobiliário, note-se que não seremos pioneiros na sua análise.

Acompanhando as constantes reformas legislativas ocorridas ao longo dos anos, tanto o Direito das Sociedades, como o Direito Mobiliário, temos o direito português em matéria das ofertas públicas de aquisição – *ou, abreviadamente, OPA*. Na verdade, até chegarmos ao regime que atualmente regula as OPAs, constante do CVM, aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13 de Novembro, foram várias as reformas e revisões pelas quais passaram, tendo sido com o DL n.º 429/83, de 13 de Dezembro que as mesmas tiveram a sua origem normativa⁵⁶.

Mais tarde, já depois da versão originária do atual Código, surgiu a Diretiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, outrora conhecida por 13ª Diretriz do Direito das Sociedades, impondo várias novidades relevantes. Este diploma reúne, principalmente, o leque de regras fundamentais do regime das OPAs, quer sejam elas obrigatórias, quer facultativas, que, nos dias que correm, encontram-se convenientemente delimitadas. Neste sentido, dir-se-á convenientemente, pois apesar desta Diretiva ter como objetivo fixar diretrizes e princípios⁵⁷ comuns a todos os Estados-Membros, no que diz respeito com o equilíbrio na concorrência e da livre

⁵⁶ Sobre a origem e instabilidade legislativa das OPAs *vd.* PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª Ed., Coimbra: Almedina, 2011, pp. 567 e ss.

⁵⁷ Segundo o art. 3º, n.º 1 da Diretiva são eles: *o princípio da igualdade; o princípio da reflexão e da informação adequada* subjacente aos titulares das ações visadas; *o princípio da isenção*, que visa os interesses da sociedade no seu todo; *o princípio da verdade do mercado; o princípio da ponderação*, que obriga a que o oferente assegure a satisfação integral da contrapartida; *o princípio da perturbação mínima* relativamente à sociedade visada.

circulação de capitais, deixou espaço de manobra para que os mesmos apenas satisfaçam os requisitos mínimos nela previstos, bem como para estabelecerem requisitos até mais onerosos do que os que nela se encontram estipulados, conforme resulta do art. 3º, n.º 2.

Para o que *in casu* importa, veja-se que a Diretiva atentou na preocupação de proteger os titulares de valores mobiliários das sociedades, aquando do lançamento de uma OPA ou de mudança de controlo, não descurando os detentores de participações minoritárias no caso de mudança de controlo societário (considerando 9, 1ª parte)⁵⁸.

Pese embora o presente estudo se dedique, essencialmente, à OPA obrigatória, de modo a facilitar o entendimento sobre a figura, cabe-nos fazer uma breve referência ao regime das Ofertas Públicas de Aquisição.

Em termos sumários, a OPA é uma proposta contratual endereçada ao público titular dos valores mobiliários, nomeadamente ações ou outros valores com interferência no domínio, conforme estabelece o n.º 3 do art. 173º, do CVM, emitidos pela sociedade visada, com o fim último da sua alienação. Logo, contrariamente com o que acontece com a figura das emissões, visando a OPA a aquisição de valores mobiliários, visa também criar mecanismos alternativos de desinvestimento.

Por norma, será facultativa, pelo que se trata de uma verdadeira manifestação da autonomia privada.

É evidente que os acionistas minoritários pouco ou nada interferem na vida da sociedade, sendo, logicamente, o valor de mercado das suas ações muito inferior às restantes. Por este motivo, a par do processo de concentração empresarial que a OPA obrigatória proporciona, instituindo um tratamento paritário entre os sócios nas transações de controlo, é sua principal intenção assegurar o princípio da igualdade na repartição do prémio de controlo⁵⁹.

Com efeito, face a situações de descontentamento relativamente ao modo de atuação da administração, sempre estará ao dispor dos acionistas minoritários a possibilidade de, a qualquer altura, transmitirem as ações emitidas pela sociedade anónima. Em virtude de tal conceção, é notório o reconhecimento do legislador da necessidade de criação de outros mecanismos de saída para os acionistas minoritários. Assim, sempre se dirá que com um enorme papel de relevo no plano societário atual,

⁵⁸ Para maior desenvolvimento sobre o regime europeu das OPAs *vd.* ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. 2, 7.ª Ed., Coimbra: Coimbra Editora, 2013, p. 200 e ss e PAULO CÂMARA, *op. cit.*, pp. 569 e ss.

⁵⁹ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *in Revista de Direito das Sociedades – OPA obrigatória e controlo indireto*, Ano IV, N.º 3, Coimbra: Almedina, 2012, p. 597.

como forma de proteção e, ao mesmo tempo, de poupança de esforços na procura de alguém que ambicione assumir a sua posição, encontramos o princípio da livre transmissibilidade de ações previsto no art. 328º, do CSC, que, muitas vezes, pode também não ser suficiente, pelo simples facto de se ter vindo a verificar a falta de procura no mercado aberto, o que faz com que os sócios acabem por não receber o preço justo a ser pago com a venda das suas ações ou até mesmo a não as conseguirem vender.

Ora, uma vez que a OPA faz nascer uma nova administração que, por norma, terá como objetivo ajustar os resultados financeiros da sociedade, assim se explica a subida de preços que o anúncio de oferta de aquisição normalmente atinge.

Neste sentido, acrescenta-se, ainda, que o sucesso da OPA estará dependente da posição (*trade-off*) que os acionistas minoritários, face à proposta, pretenderem adotar, ou seja, ou permanecem na sociedade com a nova administração na expectativa de um aumento de valor das suas ações ou saem e recebem a mais valia do prémio de controlo⁶⁰ que, naturalmente, nestas circunstâncias será superior ao preço atual de mercado das ações⁶¹.

4.1 Dever de lançamento

Em primeiro lugar, note-se que, esta modalidade de OPA ganhou forma aquando da primeira aparição na rule 9 do *City Code on Takeovers and Mergers* de 1968.

Entre nós, às OPAs obrigatórias (*mandatory bid*) são aplicáveis as disposições previstas nos arts. 187º e seguintes do CVM.

Assim, é obrigatória a OPA que, partindo, como todas as outras, de uma proposta divulgada pelo interessado, o seu lançamento é imposto por lei (art. 187º, CVM). Em termos práticos, quem detenha o controlo de uma sociedade aberta ou, pelo menos, quem atinja uma certa percentagem do capital social fica obrigado, *ex lege*, a lançar uma OPA sobre as restantes ações⁶².

Deste modo, outro aspeto que à frente teremos a oportunidade de desenvolver, é que ao contrário do que acontece com a OPA obrigatória – OPA geral –, onde o seu lançamento incide sobre a totalidade das ações, o mesmo já não se passa com a OPA

⁶⁰ Corresponde à diferença entre o preço no mercado cotado da posição do acionista controlador (*blockholder*) e a sua, presumível, cotação oficial (*free-float*).

⁶¹ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *op. cit.*, p. 199.

⁶² ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *in Revista de Direito das Sociedades – OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização*, Ano III, N.º 4, Coimbra: Almedina, 2011, p. 963.

facultativa, uma vez que esta pode ser parcial, incidindo apenas sobre parte das ações ou outros valores mobiliários.

Ora, voltando às concepções iniciais, estamos perante o dever de lançamento de OPA quando se verificar, cumulativamente, que alguém detém ações de uma sociedade aberta e que essas mesmas ações, detidas diretamente por essa pessoa ou indiretamente nos termos do art. 20º, do CVM, ultrapassam um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social. Tendo o art. 187º do CVM por referência os direitos de voto, para efeitos do cômputo de votos que conduzem à obrigação de lançamento de OPA, facilmente se compreenderá que as ações que não atribuem direito de voto, nomeadamente, as ações próprias (art. 324º, n.º 1, al. a), do CSC) e ações preferenciais sem voto (342º, n.º 3, do CSC), estarão, deste modo, excluídas.

Por delimitação negativa, o próprio CVM, fixa o dever de lançar uma OPA, uma vez que, perentoriamente, estabelece o limite de metade dos direitos de voto que, inevitavelmente, concede uma posição de controlo absoluto. No mesmo sentido, estabelece, ainda, relativamente ao limite de um terço que, encontrando-se o mesmo ultrapassado, a obrigação de lançamento poderá ainda ser suprimida em duas situações. A saber, pode o interessado provar, perante a CMVM, que não tem o domínio da sociedade visada nem está com ela em relação de grupo (art. 187º, n.º 2, do CVM) e podem, ainda, os estatutos das sociedades abertas, que não tenham ações ou valores mobiliários que confirmem direito à sua subscrição ou aquisição admitidos à negociação em mercado regulamentado, afastar essa aplicação (art. 187º, n.º 4, do CVM)⁶³. No entanto, no que diz respeito à primeira situação, o interessado que fizer prova⁶⁴ de, na verdade, não ter o domínio da sociedade visada, fica obrigado a comunicar à CMVM qualquer aumento superior a 1% em relação à percentagem de votos que detinha e a lançar OPA logo que adquira uma posição dominante sobre a sociedade visada (art. 187º, n.º 3, als. a) e b), do CVM). De igual modo, como forma de atestar o seu adulterado domínio sobre a sociedade visada, não nos podemos olvidar que poderá ainda o acionista recorrer às presunções elencadas no art. 21º, n.º 2, do CVM.

⁶³ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *in Revista... op. cit.*, p. 969.

⁶⁴ Não deverá a prova basear-se apenas na demonstração por parte do sócio da disposição, direta ou indireta, da maioria dos votos. Ao invés, como afirma ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *op. cit.*, p. 220 “*A prova negativa do domínio tem de ser interpretada em termos factuais*”, pois se assim não for, qual será o sentido de impor a OPA a quem apenas dispõe de um terço dos direitos de voto, se, como se é sabido, para se dominar uma sociedade aberta não é preciso dispor de ações representativas da maioria dos direitos de voto?

4.2 Da Derrogação e Suspensão

Neste âmbito, é ainda importante fazer referência às três hipóteses derogatórias do dever de lançamento de OPA, embora apenas por meio de declaração da CMVM, requerida e imediatamente publicada pelo interessado, se concretizarão. Neste sentido, não haverá lugar ao dever de lançamento de OPA, sempre que a ultrapassagem do limite de direitos de voto relevantes decorrer primeiro de uma OPA lançada, sem restrições, sobre a totalidade das ações da sociedade visada (art. 189º, n.º 1, al. a), do CVM); segundo, da execução de plano de insolvência ou de reestruturação financeira da sociedade, uma vez que o lançamento de OPA poderia por em causa o que se pretendia acautelar (al. b)); terceiro, da fusão de sociedades, se da deliberação da assembleia geral da sociedade visada constar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de OPA (al. c)). Convém salientar que além das situações acabadas de descrever, a obrigação de lançamento de OPA não conhece mais nenhuma restrição à imposição do seu cumprimento. Ou seja, sendo o elenco taxativo, exemplos claros disso são as aquisições *mortis causa* e as recomposições de grupos não caberem no âmbito do universo derogatório, pelo que ultrapassados que estejam os limites fixados no art. 187º, n.º 1, do CVM, a mera participação no mercado mobiliário força, indubitavelmente, os agentes ao seu lançamento, desde que cumpridos os pressupostos exigidos.

Paralelamente, prevê o art. 190º, do CVM o regime da suspensão da obrigação de lançamento de OPA, caso o indivíduo a ela obrigado, aquando a ocorrência do facto constitutivo, declarar imediatamente, junto da CMVM, que se obriga a pôr termo à situação nos 120 dias subsequentes. É evidente que esta oportunidade advém não só de razões de ordem financeira como também de ordem pessoal, pois, sem margem para dúvidas, visa acautelar situações de controlo ocasional que à partida não serão pretendidas pela entidade que, em bom rigor, estaria obrigada ao lançamento.

Com efeito, encontrando-se reunidos todos os pressupostos para o lançamento de OPA, sem que haja lugar a derrogação ou a suspensão, deverá o obrigado, de imediato, conforme alude o art. 191º, do CVM, proceder à publicação do anúncio preliminar ou, se for caso disso, fazer-se substituir por alguém capaz de dar cumprimento ao seu dever⁶⁵.

⁶⁵ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *op. cit.*, p. 222.

4.3 Das sanções aplicáveis no caso de incumprimento do dever de lançamento

Ainda neste contexto, falarmos da obrigação de lançamento de OPA e não explicarmos o que acontece no caso do seu incumprimento seria “uma mão cheia de nada”. Desta forma, ao incumprimento do dever de lançamento de OPA surgem ligadas determinadas sanções a serem aplicadas ao responsável inadimplente, nomeadamente, a contraordenação punível com coima, apresentada nos arts. 393, n.º 2, al. h) e 338º, n.º 1, a) e n.º 3, a inibição dos direitos de voto que excedam o limiar estipulado como obrigatório para o lançamento, conforme dispõe o art. 192º e a responsabilidade civil, como indica o art. 193º, do CVM.

Na opinião de alguns autores é aceitável a hipótese de se socorrer do Direito Civil para complementar a aplicação de tais medidas. É o caso de MENEZES CORDEIRO⁶⁶ que defende, tal como nós, que o CVM se traduz numa lei especial adstrita à regulação dos valores mobiliários, não lhe cabendo, desta forma, dar resposta a conceitos próprios do Direito comum. Daí que, sempre que se achar necessária a aplicação de tal ramo do direito, este será de se usar sem mais. Baseado, ainda, neste contexto de incumprimento, afirma que equivalendo a obrigação de lançamento de uma OPA a um dever de formular uma proposta, sem grande espanto caímos letra do art. 830º, n.º 1, do CC, pois, em primeiro lugar, não é possível estabelecer convenção em contrário e, segundo, a obrigação assumida tem carácter patrimonial. Portanto, no caso de incumprimento da obrigação de lançamento de OPA a solução mais conveniente passará pela sua execução específica, evitando-se, assim, a via indemnizatória.

4.4 Do objetivo da OPA obrigatória e Contrapartida

A OPA obrigatória confere a possibilidade aos acionistas minoritários de abandonarem a sociedade com o pagamento do valor das suas ações através da partilha do prémio de controlo, quando se verifique a aquisição, por alguém, de uma participação adequada a constituir uma posição de controlo⁶⁷.

No fundo, os acionistas ao venderem as suas ações ao oferente concedem-lhes a oportunidade de controlar a sociedade, por isso, além de serem premiados com um valor

⁶⁶ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *in Revista... op. cit.*, pp. 971 e ss.

⁶⁷ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *op. cit.*, pp. 198 e 199.

superior ao praticado no mercado, salvaguardando-se da iminente descida da cotação das ações, escapam também à submissão à nova gestão da sociedade⁶⁸.

Logo, como já se deixou claro, ao passo que a OPA visa, não só, constituir mecanismos condizentes com o controlo da empresa, a OPA obrigatória surge como *válvula de escape* a favor dos acionistas minoritários, uma vez que lhe proporciona a opção de escolha entre permanecerem na sociedade com a nova maioria ou abandoná-la com a repartição do prémio de controlo⁶⁹.

Em decorrência desta realidade, resulta do art. 188º, do CVM que o valor da contrapartida não poderá ser inferior ao mais elevado dos montantes decorrentes do maior preço pago pelo oferente ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do art. 20º pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta (al. a)) e do preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período (al. b)). Caso não se consiga determinar a contrapartida a atribuir aos sócios minoritários com recurso aos critérios acima identificados ou se, porventura, a CMVM considerar que a mesma prestada pelo oferente, em dinheiro ou em valores mobiliários, não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa⁷⁰, por excesso ou por insuficiência, a contrapartida mínima será fixada por auditor independente designado pela CMVM, correndo as despesas que daqui advierem por conta do oferente (art. 188º, n.º 2, do CVM).

Em face do disposto, é ainda importante salientar que a contrapartida pode consistir em valores mobiliários⁷¹, se estes forem do mesmo tipo do que os visados pela oferta ou forem da mesma categoria de valores mobiliários de comprovada liquidez admitidos à negociação em mercado regulamentado. Só assim será se o oferente e as pessoas que com ele estejam em alguma das situações do n.º 1 do art. 20º não tenham, nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta, adquirido quaisquer ações representativas do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro, caso em que deve ser apresentada contrapartida equivalente em dinheiro.

⁶⁸ GUSTAVO DE SOUSA BOTELHO, *op. cit.*, p. 26.

⁶⁹ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *op. cit.*, p. 199.

⁷⁰ A contrapartida presume-se não equitativa nas situações explanadas no n.º 3 do art. 188º. Assim, como forma de não repetir *ad nauseam* tudo o que lá está dito, veja-se o corpo de texto do próprio artigo.

⁷¹ Esta opção resultou da solução de compromisso da 13ª Diretiva, uma vez que anteriormente apenas se consentia que a contrapartida nas OPAs obrigatórias fosse paga em dinheiro.

5. O DIREITO DE SAÍDA DOS SÓCIOS: DIFERENTES

FIGURAS PARA A PROSECUÇÃO DO MESMO FIM?

No atual contexto socioeconómico são crescentes as situações de sócios que por variadas razões pretendem desvincular-se da sociedade da qual fazem parte.

As três figuras *supra* analisadas traduzem, desta forma, mecanismos de saída postos à disposição dos sócios que, por algum motivo, se sentem descontentes com a posição que ocupam da seio da sociedade.

Neste contexto, num primeiro momento, falaremos da aproximação existente (ou não) entre a figura da alienação potestativa e o direito de exoneração.

Por economia de meios, servimo-nos de tudo o que até agora foi exposto sobre o instituto do direito potestativo, pelo que, naturalmente, se perceberá que o exercício do direito de alienação potestativa por parte do sócio livre colocará a sociedade dominante num estado de sujeição inelutável face ao resultado pretendido. Porém, no plano “*de iure constituto*”, poderá a sociedade que não concordando com a situação em que se viu colocada, insurgir-se perante tal posição, uma vez que pode mesmo o direito exercido pelo sócio minoritário sofrer de um vício ou até mesmo que ser abusivo.

Assim, como já tivemos oportunidade de apreender, a lei estatui no seu art. 490º, n.ºs 5 e 6 mais um regime de saída conferido ao sócio que pretende abandonar a sociedade, comungando, desta forma, do mesmo propósito que o direito de exoneração prossegue.

Desde logo, veja-se que grande parte da doutrina tem equiparado à atribuição de um direito à exoneração as hipóteses contempladas no campo de ação da alienação potestativa. É o caso de MENEZES CORDEIRO⁷² que aproxima, materialmente, a figura em discussão com o direito de exoneração, não obstante o Código não o referir expressamente e o direito ser exercido, atipicamente, contra a sociedade dominante e não contra a própria sociedade da qual é sócio. Argumenta ainda que estamos perante um direito potestativo por ser concedido ao sócio livre o direito de fazer cessar, unilateralmente, o *status soci*, devido à condição de mero *outsider* em que se viu colocado no seio da sociedade dominante. Concretiza afirmando que mesmo assentando o direito à alienação potestativa das quotas ou ações na aquisição compulsiva das participações sociais por sociedade diferente daquela da qual o sócio se separa, nos deparamos no território do instituto da exoneração dos sócios. No mesmo sentido, sustenta RAÚL

⁷² ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código... op. cit.*, p. 1260.

VENTURA⁷³ que, no contexto das sociedades coligadas, ao ser reconhecido ao sócio minoritário o direito elencado no artigo 490º, n.º 5, isto é, ao arrogar-se ao direito de exigir da sociedade dominante a aquisição das suas quotas ou ações, sem dificuldade se considerará que se assemelha ao regime do direito de exoneração.

Dispondo em sentido contrário, ARMANDO TRIUNFANTE afirma que *“não é seguro que se trate de um direito de exoneração em sentido estrito, uma vez que não reúne algumas das principais características que podem ser identificadas nos restantes casos de exoneração...”*⁷⁴. Com efeito, a título de exemplo, a alteração estatutária e a justa causa são duas das causas que potenciam o exercício do direito de exoneração e que na alienação potestativa não são sequer ponderados para efeitos da sua concretização. Além do mais, salienta ainda que no âmbito do direito de exoneração o sujeito passivo é a própria sociedade, o que não se verifica na alienação potestativa, pois o direito potestativo é exercitável junto da sociedade dominante e não da sociedade dominada à qual, em bom rigor, ainda pertence. Com o mesmo entendimento assoma CURA MARIANO⁷⁵, pese embora justifique tal posição com as alterações verificadas no que concerne com a titularidade das participações sociais. Isto é, enquanto que no direito de exoneração não existe uma perda da titularidade da participação social pelo sócio, o mesmo já não se afigura na alienação potestativa, dado que, neste caso, apenas ocorre uma mudança subjetiva da titularidade da participação social promovida pela sociedade e não pelo sócio.

Cumpre-nos clarificar a nossa posição que em nada se compadece com a de alguns autores com notoriedade na matéria em análise. Desta forma, estamos em crer que não poderá haver lugar à aplicação do direito de exoneração, uma vez que o art. 490º, n.º 5 apenas prevê um mero direito potestativo de alienação. Em abono da verdade, consideramos ser um “mero direito potestativo” pelo simples facto de ser exercido entre o sócio e a sociedade dominante e não entre o sócio e a sociedade a qual *“per si”* pertence, como sucede nas situações atinentes com o direito de exoneração. Além do mais, como acima já se deixou claro, entre o direito de exoneração e o direito potestativo não existe qualquer tipo de correspondência, ao contrário do que acontece com o direito potestativo de alienação presente no art. 490, n.º 5, do CSC que ao ser exercido por vontade exclusiva do sócio deixa a sociedade dominante, sujeito passivo da relação jurídica, à sua mercê

⁷³ RAÚL VENTURA, *op. cit.*, p. 17.

⁷⁴ ARMANDO TRIUNFANTE, *op. cit.*, p. 312.

⁷⁵ CURA MARIANO, *op. cit.*, pp. 26 e 27.

fazendo-lhe corresponder um verdadeiro estado de sujeição. Assim, tendo em conta que, em nenhum momento, com o direito de alienação se compaginam a alteração estatutária da sociedade ou a existência de justa causa, duas das causas propulsionadoras do direito de exoneração, não podemos deixar de concordar com os que defendem não existir qualquer correlação entre as figuras em causa. Se dúvidas restassem, com o afastamento levado a cabo pelo sócio, tanto na figura do direito de exoneração, como na alienação, estas seriam prontamente subvertidas. Senão vejamos: no caso do exercício do direito de exoneração, o mesmo pode ter lugar devido a um comportamento desviante da imputável à própria sociedade que, não se concatenando com a posição do sócio, permite a este último o abandono unilateral da sociedade; por seu turno, no caso do direito de alienação, a responsabilidade do abandono do sócio minoritário será assumida pela sociedade dominante, não havendo, em momento algum, qualquer responsabilidade da sociedade à qual anteriormente pertencia.

A este propósito, aprez dizer que, no nosso entendimento, resulta claro e evidente que, no presente contexto, a posição daqueles que sindicam que o art. 490º, n.º 5 se enquadra numa das causas de exoneração é insustentável, pois pelo exposto, em bom rigor, não pode a alienação potestativa subjugar-se ao direito de exoneração.

Cabe agora prosseguir e averiguar qual a correlação existente, se for caso disso, entre as três figuras em estudo. Assim, nesta abordagem, não só nos debruçaremos sobre a qualificação jurídica da OPA obrigatória como sendo uma figura próxima do direito de exoneração, como também analisaremos as suscetíveis semelhanças com a figura da alienação potestativa.

Como é sabido, na OPA obrigatória é indiferente a forma de como é alcançada a situação de controlo pela sociedade dominante. Logo, pouco ou nada interessará ao pequeno acionista que investe as suas poupanças se a constituição do controlo foi constituída *ex novo* – controlo direto – sobre a sociedade dependente ou se simplesmente foi por ocorrência da mudança no controlo já existente – controlo indireto. O certo é que ambos os motivos poderão ser fonte de inúmeros transtornos e dificuldades para os acionistas minoritários, pelo que não será de se estranhar que o legislador no art. 187º, do CVM nem sequer exija a demonstração de que a situação gerou efeitos negativos e antes lhes faculte o direito de saírem justificadamente da sociedade controlada, aquando da constituição da obrigação de lançamento⁷⁶. É diante deste contexto que ANA

⁷⁶ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 601 e 602.

PERESTRELO DE OLIVEIRA defende, ao invés, a “*existência de justa causa para a cessação da relação social, seja ela objetiva ou subjetiva*”⁷⁷ como momento decisivo para a inexigibilidade de permanência do sócio na sociedade, aquando da alteração das condições iniciais de investimento.

Neste sentido, em termos sucintos, estaremos perante um direito de saída da sociedade (*exit*), mediante o pagamento da contrapartida justa, tal como todos os outros institutos em estudo.

Tais considerações, configuram uma posição intermédia, pois, na ótica da autora, apontam para a presença de um direito de exoneração, embora atípico, enquanto direito de fazer cessar unilateralmente o *status soci*⁷⁸.

Temos dúvidas quanto a esta posição, pois como é claro, o direito de exoneração, *grosso modo*, tem como sujeito passivo a sociedade da qual o sócio faz parte e não o sócio maioritário, como *in casu* sucede. Ora, enquanto que a exoneração se traduz num direito voluntário ao dispor do sócio perante a sociedade, a OPA obrigatória não passa de um dever constituído na esfera jurídica de um titular de uma participação qualificada em sociedade aberta perante outro titular de valores mobiliários⁷⁹. Ainda segundo PAULO CÂMARA “*o direito à exoneração representa uma decorrência da estrutura contratual no seio intra-societário, enquanto o dever de lançamento de OPA não pressupõe uma relação jurídica, inexistindo o direito do sócio exigir o seu cumprimento coativo.*”⁸⁰. No mesmo sentido, surge FERREIRA DE ALMEIDA onde explica que, “*Todavia, do dever de lançamento de OPA não resulta nenhuma obrigação em sentido técnico-jurídico, porque o comportamento exigido para cumprir tal dever não tem por objeto uma prestação, uma vez que a emissão da proposta (ao público) por que se consuma coloca o declarante em situação de sujeição em relação a pessoas indeterminadas. O dever legal de lançamento de OPA tem, portanto, a natureza de dever geral, que posiciona o respetivo sujeito em situação jurídica passiva absoluta, sem relação jurídica direta e pessoal com qualquer uma das pessoas que pode aceitar (ou não) a proposta.*”⁸¹.

⁷⁷ *Idem*.

⁷⁸ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 603.

⁷⁹ PAULO CÂMARA, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, 1999, p. 232. Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07PauloCamara.pdf>

⁸⁰ *Idem*.

⁸¹ FERREIRA DE ALMEIDA, in *Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários, OPA obrigatória no direito português – Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, 2013, p. 18. Disponível em

Já em sentido contrário, dispõe MENEZES CORDEIRO⁸² que configura o direito de saída (*exit*) dos sócios minoritários como um direito subjetivo e, por consequência, um direito de exoneração. Para este autor, toda a dinâmica em volta da obrigação de lançamento é paralela à que assistimos no direito de exoneração. A saber, verificados os pressupostos, têm os sócios minoritários direito a que seja lançada a OPA, surgindo daqui o direito de aceitarem a oferta e, por consequência, a venderem as suas ações pelo preço fixado.

Contudo, na nossa opinião, não deverá ser esta posição a ser seguida, pois se as figuras se encontram concretamente delineadas na legislação societária, será de se entender que a intenção do legislador seria a aplicação da *ratio* da norma de forma individual e não o recurso à analogia entre elas que se pretende fazer valer.

Assim, nesta conformidade, acrescenta, ainda, e bem, MANUEL REQUICHA que “*por outro lado, o direito de exoneração é um direito que decorre do status de accionista da sociedade, enquanto que o direito de exit depende da qualificação da sociedade como aberta e não é uma decorrência daquele status, antes um direito superveniente que não admite realização coactiva.*”⁸³.

Ademais, ao contrário do que sucede no Direito das Sociedades Comerciais, nomeadamente com o direito de exoneração, não será o direito de saída advindo do regime da OPA um direito intransmissível nem inderrogável, uma vez que na presença de transações no âmbito da oferta, não será a posição dos outros sujeitos perturbada. Veja-se, também, que este direito de saída é um direito temporalmente limitado, pelo que não sendo exercido até ao final da oferta, terá o acionista de se conformar com a sua decisão de investimento⁸⁴.

Por seu turno, note-se, ainda, que para PAIS DE VASCONCELOS “*o regime da exoneração é mais liberal nas sociedades de pessoas e mais restritivo nas de capitais*”⁸⁵. Tal consideração tem por base o nível de controlo existente nas primeiras, face à entrada

https://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1378738637opa_obrigat%C3%B3ria_no_direito_portugu%C3%AAs_cfa.pdf

⁸² ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, in *Revista... op. cit.*, p. 972 e ss.

⁸³ MANUEL REQUICHA FERREIRA, *OPA Obrigatória, Relatório do Curso de Mestrado em Ciências Jurídico-Bancárias: Seminário de Direito das Sociedades Comerciais*, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2009, p. 13.

⁸⁴ MANUEL CARDOSO SEQUEIRA, *Benefícios Privativos do Controlo – Proteção dos Acionistas, Oferta Obrigatória e Preço Equitativo*, Dissertação apresentada no âmbito do Mestrado Científico em Direito Comercial, ministrado pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2015, p. 94.

⁸⁵ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *op. cit.*, p. 15

de novos sócios, visto que este será em maior escala do que nas sociedades de capitais, gerando, forçosamente, um nível mais flexível quanto à exoneração dos sócios.

Noutro pólo, a aproximação da OPA obrigatória com a figura da alienação potestativa já não levantará tantas hesitações. Em ambas as situações, ultrapassado o limite percentual exigido – 90% do capital social no caso da alienação potestativa e um terço ou metade dos direitos de voto do capital social no caso da OPA obrigatória – a solução legalmente estipulada visa proteger o interesse dos acionistas contra o risco de aprisionamento na sociedade. Com efeito, embora a OPA obrigatória nos transporte para o campo de aplicação dos valores mobiliários, é notória a aproximação material com o direito dos grupos de sociedades. Por consequência, o mesmo já se verifica no direito alemão onde, por seu turno, se pretende acautelar a posição dos acionistas externos face à entrada no grupo (*Konzerneingangsschutz*) ou face a mudanças ocorridas no seio do grupo, nomeadamente, a alteração de controlo⁸⁶.

Ainda no que concerne com a distinção entre as figuras é importante ressaltar o nível organizacional que o exercício das mesmas obriga. Ou seja, dependendo da figura em causa, o exercício será unitário ou poderá ajustar-se num exercício parcelar. Quanto ao direito de exoneração, não concordamos com aqueles que defendem que este poderá ser exercido de forma parcelar⁸⁷. Todavia, o mesmo já não acontece com o regime da OPA. Pese embora, a OPA possa fazer recair a proposta contratual, lançada pela sociedade controladora, sobre a parte dos valores mobiliários, conforme se verifica desde a Nova Proposta Alterada da 13ª Diretiva “...*uma oferta feita aos detentores de títulos de uma sociedade para adquirir a totalidade ou parte desses valores...*”⁸⁸, o mesmo já não acontece com a OPA obrigatória, uma vez que a proposta terá de versar sobre a totalidade dos valores da sociedade visada, tal como acontece no direito de exoneração.

Face ao instituto da alienação potestativa, estamos em crer que o disposto no n.º 5 do art. 490º, do CSC não levanta grandes dúvidas, pelo simples facto de o próprio corpo do artigo remeter para a oferta permitida nos termos do n.º 2 do mesmo artigo – “... *a sociedade dominante pode fazer uma oferta de aquisição das participações dos restantes sócios...*”. Ora, se não fosse intenção do legislador dar a entender que o exercício da figura

⁸⁶ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 604.

⁸⁷ Sobre o assunto vd. § 17 da presente dissertação.

⁸⁸ JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, *Direito dos Valores Mobiliários – A OPA obrigatória, Fundamentos e Regime no Novo Código dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, p. 185.

deverá ser unitário, certamente teria, no corpo do artigo, feito menção à possível aquisição parcial das participações dos restantes sócios.

A apontada diferença de regimes leva-nos, agora, a outra questão essencial para a conclusão deste trabalho. Ou seja, será que a intenção do legislador seria a de acautelar, em cada umas das figuras, o direito de saída dos sócios minoritários ou por pura ocasião do seu exercício o mesmo se concretizou?

Quanto ao direito de exoneração, apesar de o legislador o ter regulado de diferentes modos, consoante o tipo de sociedade em causa, o certo é que está claro o propósito de, face à verificação de qualquer uma das causas conducentes à exoneração do sócio, permitir, indubitavelmente, o direito ao abandono da sociedade pelo sócio que não pretende a sua continuidade. Como acima já se demonstrou, o direito de exoneração advém ou de um comportamento imputável à própria sociedade ou de alterações estatutárias necessárias à subsistência da mesma, mas que, ao invés, podem prejudicar aqueles que com ela não concordarem. Tome-se, como exemplo, o caso de fusão/cisão de sociedades comerciais. Neste caso, como em todos os outros, na nossa opinião, esta situação trata-se de uma causa legal de exoneração dos sócios, uma vez que é o próprio art. 105º do CSC a estabelecer a possibilidade de a lei ou o contrato atribuir o direito de exoneração ao sócio que contra a deliberação tenha votado. Já contrariamente a esta visão, encontramos RAÚL VENTURA⁸⁹ que, por sua vez, afirma que o art. 105º do CSC não atribui qualquer tipo de direito de exoneração aos sócios, mas sim limita-se a regulá-lo no caso de este ser conferido por contrato. Não podemos aceitar esta visão, devido à circunstância da exigência de deliberação em assembleia geral, por si só, não se traduzir num mecanismo capaz de proteger os sócios minoritários, pois não terão estes poder suficiente para influenciar os sócios controladores a votarem no mesmo sentido de voto. Daí ter sido categórica a necessidade de criação de mecanismos legais ou estatutários alternativos de tutela dos sócios minoritários.

No que diz respeito ao direito de alienação potestativa, ao não existir qualquer tipo de deliberação de maioria, também não será obrigatória a criação de mecanismos concernentes com a salvaguarda do acionista minoritário perante as modificações da sociedade dominante. O que, na verdade, existe é uma situação de domínio da sociedade que faz com que, conseqüentemente, os títulos detidos pelos acionistas minoritários sejam

⁸⁹ RAÚL VENTURA, *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades - Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Reimpressão da Ed. de 1990, Coimbra: Almedina, 2006, p. 522.

altamente desvalorizados por não apresentam qualquer tipo de poder decisório⁹⁰. Assim, como no direito de alienação potestativa não será aos sócios minoritários concedida a oportunidade de se expressarem, face à modificação que lhes é acometida, compreende-se a necessidade de o legislador criar um mecanismo de modo a evitar, desde logo, o princípio da proibição de vinculações perpétuas a que os acionistas minoritários estariam dependentes, caso não fosse a previsão do n.º 5 do art. 490º do CSC.

O dever de lançamento de OPA, além de proporcionar o tratamento igualitário entre os acionistas através da repartição do prémio de controlo, torna ainda possível a saída dos sócios minoritários da sociedade, verificando-se cumpridos os requisitos do art. 187º, n.º 1 do CVM. Ou seja, por outras palavras, esta modalidade de OPA obsta a que os interesses dos sócios minoritários fiquem subjugados à direção e gestão da pessoa que adquira o controlo direto ou indireto das ações da sociedade. Com efeito, não cremos que o direito de saída que se concretiza com o exercício do dever de lançamento de OPA seja acidental, mas, pelo contrário, foi, pelo legislador, cuidadosamente delimitado. Tendo em conta que a mudança de controlo, na maioria dos casos, fomenta inseguranças nos sócios minoritários quanto à constituição *ex novo* ou quanto à condução e destino da sociedade pelo novo controlador, conclui-se que este visa sobretudo facultar a saída do acionista minoritário, tal como afirma ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA⁹¹.

Não foi alvo do nosso estudo, mas podia, perfeitamente, ter sido a figura da amortização⁹². Por amortização entende-se todo o procedimento levado a cabo pela sociedade de modo a extinguir, total ou parcialmente, a participação de um sócio. Perante alterações anormais das circunstâncias, o sócio tem sempre direito a se exonerar. Contudo, existem situações que, manifestamente, não se traduzirão em verdadeiras alterações anormais, sendo apenas mudanças necessárias à evolução das sociedades, pelo que a amortização da participação social tem sido o mecanismo de saída mais utilizado pelas sociedades. Destaca-se ainda como corolário deste direito de saída o princípio da conservação da empresa, uma vez que o interesse da sociedade reveste um papel de maior importância em detrimento dos interesses dos sócios. Logo, ou o sócio exerce o seu direito de saída ou a sociedade tem o direito de excluí-lo, caso este esteja a colocar em causa a prossecução do fim da sociedade.

⁹⁰ CARLOTA GONÇALVES BORGES, *op.cit.*, p. 20 e ss.

⁹¹ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 657.

⁹² Sobre o atual regime da amortização de quotas, ver PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 6ª Ed. cit., 2016, pp. 495-499, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedade Comerciais...*, 7ª Ed. cit., 2013, pp. 383 a 389.

Pelo exposto, na nossa opinião não se afigurará possível o agrupamento das figuras em estudo, apesar de todas elas determinarem a saída do sócio. Assim, só nos resta concluir que o legislador ao delimitar singularmente as figuras em causa, demonstrou um sinal claro de que em muitas situações não deve ser exigível a permanência dos sócios na sociedade.

6. CONCLUSÕES

- No atual contexto societário, é legítima a pretensão do ente social em querer acompanhar e adaptar-se às condições de mercado, sendo que para isso seja necessário desenvolver uma série de alterações profundas na sua organização. Assim, já não será se, por ocasião das alterações, for exigida a permanência dos sócios lesados.
- O direito de exoneração é, pois, um direito adequado a tutelar os interesses dos sócios minoritários, concedendo-lhes, em situações específicas, o direito a sair da sociedade.
- Não se poderá aprisionar um sócio à sociedade, obrigando-o a suportar um prejuízo que pela maioria lhe foi imposto, quando a sua vontade passa pelo abandono.
- Do mesmo modo, por respeito ao princípio da liberdade de iniciativa económica (art. 61º, da CRP), não se poderá restringir o direito de exoneração de tal modo, que não se possa aplicar a situações de impossibilidade ou dificuldade na transmissão da participação.
- Por exoneração entende-se o direito de os sócios de uma sociedade para, se assim se justificar, abandonar, unilateralmente, a sociedade, por verificação de determinada situação, legal ou estatutariamente prevista, que torne inexigível a sua permanência, mediante a aquisição ou amortização da sua participação social, pela sociedade, por outro sócio ou por terceiro.
- O direito de exoneração é um direito pertencente à qualidade de sócio, o que pressupõe que, à data da ocorrência da causa exoneratória e da declaração de exoneração, a mesma se verifique; será, assim, também um direito intransmissível e inderrogável, pois do seu *status socii* nunca se poderá separar a participação detida.
- É também um direito voluntário, cujo exercício encontra-se dependente da vontade do sócio; até porque podem estar reunidas todas as condições de exercício do direito de exoneração e o sócio não o pretender exercer.
- Relativamente à sua qualificação, muito discutida, como direito potestativo, na nossa opinião, não o será, pois, em momento algum, a sociedade se encontra subjugada a um estado de sujeição; pelo contrário continua a ter o poder de optar por revogar a causa que deu razão de ser ao exercício do direito potestativo.
- Também, não implicará a perda automática da qualidade de sócio, uma vez que ao contrário do promovido pelo exercício de um direito potestativo extintivo, o direito de exoneração faz nascer a obrigação de pagamento da contrapartida justa.

- Face à querela existente sobre o direito de exoneração ser um direito de exercício unitário ou parcelar, optamos pela primeira posição, não se traduzindo este direito numa ideia de desinvestimento.
- A par das causas legais de exoneração previstas no CSC individualmente para cada tipo societário, constam ainda do mesmo diploma, na sua parte geral, situações aplicáveis a todas as espécies de sociedades; a saber: a transferência da sede efetiva da sociedade para o estrangeiro (art. 3º, n.º 5), os vícios da vontade e a usura (art. 45º, n.º 1), a fusão e a cisão (arts. 105º e 120º), a transformação (art. 137º) e o regresso à atividade da sociedade dissolvida (art. 161º, n.º 5).
- No caso das SQ, o direito de exoneração pode ser exercido nos casos previstos na lei e no contrato, encontrando-se regulado no art. 240º, do CSC.
- No caso das SA, perante a falta de regulação própria no CSC, serão de se aplicar a este tipo de sociedade, genericamente, as causas fixadas na parte geral; o que aqui está, realmente, em causa é saber a forma como se exerce e regula este direito.
- No que diz respeito com a alienação potestativa, a figura encontra-se regulada no art. 490º, n.º 5, do CSC, sob a epígrafe “Aquisições tendentes ao domínio total”.
- A secção que disciplina o domínio total consta dos art. 488º a 491º, do CSC e visa a criação de uma relação de grupo.
- No essencial, o art. 490º confere o direito de qualquer SA, SQ ou SCA, com sede em Portugal, que, por si ou em conjunto com outras sociedades, detenha uma participação social correspondente a, pelo menos, 90% do capital social de uma outra pertencente a um destes tipos, adquirir potestativamente as quotas ou ações de que sejam titulares os sócios minoritários, mediante o pagamento da contrapartida devida.
- No caso do n.º 5 do art. 490º, se a sociedade dominante, aquando do alcance da percentagem geradora de uma relação de domínio, não adquirir as participações minoritárias, podem os acionistas livres vir exigir que a sociedade lhes faça oferta de aquisição das suas quotas ou ações.
- Por seu turno, ao contrário do que acontece com o direito de exoneração, o exercício do direito de alienação potestativa por parte do sócio livre colocará a sociedade dominante num estado de sujeição.
- São várias as posições na doutrina relativamente à aproximação do direito de alienação potestativa ao direito de exoneração. Contudo, na nossa opinião, tal perspetiva não se

deverá colocar, uma vez que o direito é exercido entre o sócio e a sociedade dominante e já não entre o sócio e a sociedade à qual pertence.

- Com o recentemente aditado n.º 7 ao presente artigo, decorre o regime aplicável às “sociedades abertas” nos art. 194º a 197 do CVM.
- Em termos sumários, sendo a sociedade visada uma sociedade aberta e tendo sido lançada OPA geral, até ao apuramento dos resultados, pode o titular das ações remanescentes exercer o seu direito de alienação potestativa.
- As OPAs são manifestações de mecanismos de concentração empresarial que visam, sobretudo, potenciar os ganhos da sociedade; contudo, podem acabar por afetar os interesses dos acionistas minoritários.
- A OPA obrigatória tem como objetivo máximo a defesa das minorias, além da proteção do mercado de capitais.
- A OPA obrigatória, aquando do seu lançamento, privilegiará os acionistas minoritários concedendo-lhes a oportunidade de ficarem na sociedade sob o controlo da nova Administração ou de abandonarem a sociedade mediante a repartição do prémio de controlo.
- A obrigatoriedade de lançamento de OPA e seus pressupostos vêm previstos no art. 187º do CVM, encontrando-se também legalmente previstas as situações de afastamento, derrogação ou suspensão desse dever, nos arts. 189º e 190º do CVM.
- No caso de incumprimento do dever de lançamento, não só se deve recorrer ao direito dos valores mobiliários, bem como se poderá recorrer e aplicar o direito comum, como meio subsidiário e adequado à fixação de uma sanção; a obrigação de lançamento de OPA é suscetível de aplicação de execução específica, prevista no art. 830º, n.º 1 do CC.
- A contrapartida equitativa será calculada nos termos do art. 188º do CVM.
- A OPA obrigatória não apresenta semelhanças com o direito de exoneração, desde logo porque não tem como sujeito passivo a sociedade da qual o sócio faz efetivamente parte, mas sim o sócio maioritário.
- O direito de saída que advém do lançamento de OPA é temporalmente limitado, pois ou é exercido até ao final da oferta ou terá o acionista de se conformar com a sua decisão de investimento.
- Já com idênticas formulações associa-se a figura da alienação potestativa.

- O direito de saída em causa é, sem dúvida, um direito autónomo e devidamente regulado pelo legislador, não se concretizando apenas por ocorrência do exercício destas figuras.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2010) – “Código das Sociedades Comerciais em Comentário”, Vol. I, II, III, VI, VII, Coimbra: Almedina.

ALBUQUERQUE, José Miguel Roda de (2012) – “Revista de Direito das Sociedades – Direito de exoneração dos sócios nas sociedades por quotas e nas sociedades anónimas”, Ano IV, n.º 1, Coimbra: Almedina.

ALMEIDA, António Pereira de (2006), “Direito dos Valores Mobiliários – Sociedades Abertas”, Vol. VI, Coimbra: Coimbra Editora.

ALMEIDA, António Pereira de (2013) – “Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados”, Vol. I, 7ª ed. Coimbra: Coimbra Editora.

ALMEIDA, António Pereira de (2013) – “Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados”, Vol. II, 7ª ed. Coimbra: Coimbra Editora.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de (2013) – “OPA obrigatória no direito português – Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento”, *in* Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários, (disponível em https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1378738637opa_obrigat%c3%b3ria_no_direito_portugu%c3%aas_cfa.pdf).

ANTUNES, José A. Engrácia (2002) – “Os Grupos de Sociedades”, 2ª ed Revista e Atualizada, Coimbra: Almedina.

ANTUNES, José A. Engrácia (2001) – “A Aquisição Tendente ao Domínio Total”, Coimbra: Coimbra Editora.

ANTUNES, Ana Filipa Moraes (2008) – “Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais – Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier – O instituto da aquisição tendente ao domínio total (artigo 490.º do CSC): um exemplo de uma "expropriação legal" dos direitos dos minoritários?”, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora.

BAPTISTA, Daniela Farto (2016) – “A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais”, Porto: Universidade Católica Editora.

BAPTISTA, Daniela Farto (2005) – “O Direito de Exoneração dos Acionistas – Das Suas Causas”, Coimbra: Coimbra Editora.

BAXE, Domingos Salvador André (2010) – “A Tutela dos Direitos dos Sócios em Sede de Fusão, Cisão e Transformação das Sociedades”, Coimbra: Almedina.

BORGES, Carlota Gonçalves (2016) – “O artigo 490.º n.º 5 do Código das Sociedades Comerciais Direito Potestativo de Alienação ou Direito de Exoneração dos Sócios?”, Dissertação apresentada no âmbito do Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios, ministrado pela Faculdade de Direito da Universidade de Católica do Porto.

BOTELHO, Gustavo de Sousa (2014) – “O Direito de Exoneração do Acionista Minoritário, A saída da sociedade cotada após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas”, Coimbra: Almedina.

CÂMARA, Paulo (2011) – “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 2ª ed, Almedina: Coimbra.

CÂMARA, Paulo (1999) – “O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários”, *in* Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários (disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/C07PauloCamara.pdf>).

CORDEIRO, António Menezes (2011) – “Código das Sociedade Comerciais Anotado”, 2.ª ed., Coimbra: Almedina.

CORDEIRO, António Menezes (2011) – “Revista de Direito das Sociedades – OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização”, Ano III, N.º 4, Coimbra: Almedina.

CUNHA, Paulo Olavo (2016) – “Direito das Sociedades Comerciais”, 6.ª ed., Coimbra: Almedina.

FALCÃO, João Paulo Menezes (2001) – “Direito dos Valores Mobiliários – A OPA obrigatória, Fundamentos e Regime no Novo Código dos Valores Mobiliários”, Vol. III, Coimbra: Coimbra Editora.

FERREIRA, Manuel Requicha (2014) – “Revista de Direito das Sociedades – O dever de lançamento de OPA nos casos de sucessão mortis causa”, Ano VI, N.º 1, Coimbra: Almedina.

FERREIRA, Manuel Requicha (2009) – “Opa Obrigatória, Relatório do Curso de Mestrado em Ciências Jurídico-Bancárias: Seminário de Direito das Sociedades Comerciais”, Lisboa: Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa.

FONSECA, Tiago Soares da (2008) – “O Direito de Exoneração do Sócio no Código das Sociedades Comerciais”, Coimbra: Almedina.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2017) – “Manual de Grupos de Sociedades”, Coimbra: Almedina.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2012) – “Revista de Direito das Sociedades – OPA obrigatória e controlo indireto”, Ano IV, N.º 3, Coimbra: Almedina.

OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de (2014) – “Revista de Direito das Sociedades – Going dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, Ano VI, N.º 3/4, Coimbra: Almedina.

MARIANO, João Cura (2005) – “Direito de Exoneração dos Sócios nas Sociedades por Quotas”, Coimbra: Almedina.

MORAIS, Jorge Alves; LIMA, Joana Matos (2015) – “Código dos Valores Mobiliários: anotado”, Lisboa: Quid Juris.

PENA, Nuno Ricardo da (2015) – “Código dos Valores Mobiliários: anotado e comentado”, Lisboa: Edição do Autor.

PINTO, Carlos Alberto Mota (Ed. por António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto) (2012) – “Teoria Geral do Direito Civil”, 4ª ed. Reimpressão, Coimbra: Coimbra Editora.

ROCHA, Maria Victória (2007) – “Manual das Sociedades Anónimas: Publicação prática e atual para Administradores, membros do Órgão de Fiscalização, Direção e Conselho Geral”, Lisboa: Däshöfer.

SEQUEIRA, Manuel José Resende Cardoso (2015) – “Benefícios Privativos do Controlo – Proteção dos Acionistas, Oferta Obrigatória e Preço Equitativo”, Dissertação apresentada no âmbito do Mestrado Científico em Direito Comercial, ministrado pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa.

TRIUNFANTE, Armando Manuel (2004) – “A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas Direitos Individuais”, Coimbra: Coimbra Editora.

VASCONCELOS, Pedro Pais de (2010) – “Direito das Sociedades em Revista - Concertação de acionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, Ano 2, Vol. 3, Coimbra: Almedina.

VENTURA, Raúl (2006) – “Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades - Comentário ao Código das Sociedades Comerciais”, Reimpressão da Ed. de 1990, Coimbra: Almedina.

VENTURA, Raúl (2005) – “Sociedade por Quotas”, Vol. II, Reimpressão da ed. de 1989, Coimbra: Almedina.

JURISPRUDÊNCIA

Acórdão do Tribunal da Relação de Évora, de 15 de março de 2007 (Processo n.º 2806/06-3), (www.dgsi.pt).