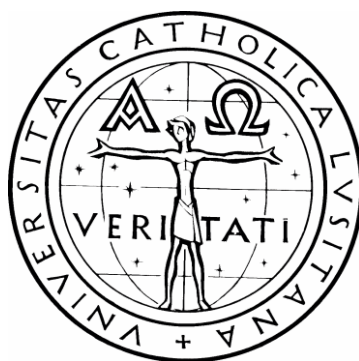


UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

FACULDADE DE DIREITO – ESCOLA DE LISBOA
CATÓLICA LISBON SCHOOL OF BUSINESS & ECONOMICS

MESTRADO EM DIREITO EMPRESARIAL



**“DIREITO DE SAÍDA” DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS EM CASO
DE PERDA DA QUALIDADE DE SOCIEDADE ABERTA NA SEQUÊNCIA
DE OPA**

INÊS DE ABREU RÉGIO

ORIENTADOR: PROFESSOR EVARISTO MENDES

LISBOA

SETEMBRO DE 2019

Palavras-chave: sociedades abertas; sociedades cotadas; acionistas minoritários, OPA, direito de exoneração; direito de alienação potestativa

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu orientador, o Professor Evaristo Mendes pelo papel fundamental que desempenhou ao longo de todo o mestrado e, em especial, na realização desta dissertação, por tudo o que me ensinou, pela sua compreensão, permanente disponibilidade e ajuda preciosa ao longo desta etapa.

Agradeço aos meus Pais e Avós por me terem proporcionado a realização do mestrado e por terem estado, mais uma vez, ao meu lado.

Agradeço ao Miguel, o meu parceiro nesta e noutras tantas caminhadas.

Agradeço, por fim, à minha Avó e Bisavó, as minhas estrelas.

ÍNDICE

ABREVIATURAS E SIGLAS.....	5
§1 Introdução.....	7
§2 A sociedade aberta: conceito e traços essenciais de regime.....	8
§3 Perda da qualidade de sociedade aberta	12
3.1. <i>Caracterização geral do instituto</i>	12
3.2. <i>A Perda da qualidade de sociedade aberta e delisting: distinção e pontos de contacto. Perda da qualidade de sociedade aberta como via possível para o delisting</i>	14
3.3. <i>O Conflito de interesses subjacente à perda da qualidade de sociedade aberta e consequente delisting.....</i>	17
3.4. <i>Análise do regime (e sua evolução) da perda da qualidade de sociedade aberta na sequência de OPA antecedente (art. 27.º, n.º 1, al. a do CVM)</i>	21
§4 Perda da qualidade de sociedade aberta na sequência de OPA antecedente e tutela dos acionistas minoritários.....	25
4.1. <i>Exposição do problema. Antecipação da proposta de solução</i>	25
4.2. <i>Análise de outras vias de solução</i>	30
4.2.1. <i>Direito de exoneração nas sociedades anónimas. Possibilidade de aplicação analógica dos casos legais de exoneração ao caso em estudo?</i>	30
4.2.2. <i>“Direito de saída” dos acionistas minoritários à luz dos deveres de lealdade</i>	36
4.2.3. <i>Garantia constitucional do direito de propriedade privada</i>	39
4.2.4 <i>Violação do princípio da igualdade. Proposta de solução</i>	44
§5 Conclusões.....	52
BIBLIOGRAFIA.....	55

ABREVIATURAS E SIGLAS

Art.	Artigo
A.G.	Assembleia Geral
CadMVM	Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários
Cf.	Confrontar com, conforme, conferir
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CRP	Constituição da República Portuguesa
CVM	Código dos Valores Mobiliários
Diretiva (UE) 2004/25/CE	Diretiva (UE) 2004/25/CE do Parlamento e do Conselho relativa às ofertas públicas de aquisição, de 21 de Abril de 2004
DSR	Direito das Sociedades em Revista
Ed.	Edição
<i>Et al.</i>	<i>Et alii</i> (e outros)
<i>Ibidem</i>	Do mesmo autor, da mesma obra
N.º	Número
<i>Ob. cit.</i>	Obra citada

OPA	Oferta Pública de Aquisição
P. ou pp.	Página ou páginas
P.ex.	Por exemplo
Proc.	Processo
RDS	Revista de Direito das Sociedades
RDES	Revista de Direito e de Estudos Sociais
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
RFDUL	Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
SS.	Seguintes
TC	Tribunal Constitucional
UE	União Europeia
V.	Ver
Vol.	Volume

§1. Introdução

As sociedades abertas, previstas e reguladas no CVM, encontram-se sujeitas a um regime especial, que as distingue das restantes sociedades anónimas, pela especial tutela concedida aos acionistas, mormente, aos acionistas minoritários. Esta tutela, que se prende, sobretudo, com a atribuição aos acionistas de um conjunto de direitos informativos e de fiscalização, adensa-se, ainda mais, na subespécie das sociedades cotadas, no âmbito das quais estes direitos são reforçados, e aos quais se associa a possibilidade de transação dos valores mobiliários em bolsa, numa lógica de valorização do investimento e de fácil e rápido desinvestimento da sociedade.

A perda da qualidade de sociedade aberta, a que se, associa, nas sociedades cotadas, a exclusão da negociação dos valores mobiliários em bolsa, tem como consequência, para os acionistas, a desaplicação deste regime especial, a desvalorização e perda de liquidez das suas ações e a frustração das suas legítimas expectativas de negociação das ações em bolsa.

O art. 27.º, n.º 3 do CVM prevê a atribuição aos acionistas minoritários de um direito de alienação nos casos em que a perda da qualidade de sociedade aberta resulta de uma decisão da A.G., mas já não nos casos em que a perda da referida qualidade ocorre na sequência de uma OPA em que o oferente obteve mais de 90% dos direitos de voto inerentes ao capital social.

Deste modo, o estado atual da lei parece não assegurar aos acionistas, nesta última situação, perante uma alteração substancial da sua posição social e desvalorização das suas ações, uma “saída” da sociedade a um preço justo e equitativo.

A presente dissertação procura, num esforço de compreensão e conciliação dos vários interesses em jogo, encontrar uma resposta adequada para este problema.

§2. A sociedade aberta: conceito e traços essenciais de regime

A sociedade aberta¹ é uma sociedade anónima “*evoluída*”, pode dizer-se, “*especial*”, cujo capital se encontra disperso e aberto ao investimento pelo público².

O conceito de sociedade aberta surgiu pela primeira vez no CVM, e no Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, que o aprovou (cf. art. 7.º), e substituiu os conceitos de sociedade com subscrição pública e de sociedade de subscrição pública, previstos no CSC e no Código de Mercado dos Valores Mobiliários. Desde então, este é um conceito comum e unitário, a valer em toda a ordem jurídica portuguesa, que abrange as sociedades que se constituíram ou posteriormente se financiaram junto do público (através de «instrumentos financeiros de capital»)³.

A este propósito, o art. 13º do CVM define sociedade aberta como “*a sociedade com o capital aberto ao investimento público*”, e enumera os casos em que, de modo automático, uma sociedade adquire a qualidade de sociedade aberta⁴.

¹ Esta designação é exclusiva de Portugal. No plano internacional, a distinção opera-se entre sociedades públicas ou privadas. As sociedades públicas (public companies/corporations) são caracterizadas por serem detidas e se encontrarem dispersas por um enorme número de acionistas, que detêm normalmente uma pequena fração do seu capital social. Neste modelo, os acionistas nomeiam a administração, que conduz a sociedade, e não tem praticamente intervenção ou influência no destino da sociedade, salvo em operações pontuais de extrema importância, como é o caso das operações de fusão e aquisição societárias. A sua forma de proteção contra alterações societárias que lhes sejam desfavoráveis consiste na possibilidade de facilmente desinvestirem na sociedade, transacionando as suas ações em bolsa. As sociedades abertas aproximam-se desta figura. Em contraposição, as sociedades privadas (private companies/ close corporations), pelo contrário, são detidas e encontram-se concentradas num conjunto pequeno de acionistas. Neste caso, verifica-se a reunião da propriedade acionista e do controlo acionista, sendo que estes acionistas tem o poder (e intenção) de influenciar o destino da sociedade. Cf. M. TODD HENDERSON e RICHARD A. EPSTEIN, “Introduction to «The Going-private Phenomenon: Causes and Implications»”, University of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 439, 2008, p. 1, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1269524

² Cf. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, “Sociedades abertas”, in *AA.VV. Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra, Coimbra Editora, pp. 10.

³ Cf. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina, 2018, p. 604 e ss.; CONCEIÇÃO AGUAR, “Sobre a Perda da Qualidade de Sociedade Aberta”, in *CadMVM*, N.º 30, Agosto, 2008, p. 81 a 84, disponível em:

<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/b9928c83e59448f1ba511879b79204b9CadernosMVM31.pdf>

⁴ Adicionalmente, o Código da Insolvência e Restruturação de Empresas, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 53/2004, de 18 de Março, prevê, no âmbito da execução do plano de insolvência, a atribuição da qualidade de sociedade aberta à “*sociedade emitente de ações em que sejam convertidos créditos sobre a insolvência independentemente do consentimento dos respectivos titulares*”.

Nos termos do referido preceito, é sociedade aberta aquela que seja constituída através de uma oferta pública de subscrição dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal (cf. art. 13.º, n.º 1, al. a) do CVM), caso em que a dispersão do capital pelo público se verifica logo no momento inicial da vida da sociedade. É, também, sociedade aberta aquela que, ao longo da sua “vida”, seja emitente de ações ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou à aquisição de ações e que tenham sido objeto de oferta pública de subscrição dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal (cf. art. 13.º, n.º1, al. b) do CVM) ou que estejam ou tenham estado admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal (cf. art. 13.º, n.º1, al. c) do CVM) ou, ainda, aquela que seja emitente de ações que tenham sido alienadas em oferta pública de venda ou de troca em percentagem superior a 10% do capital social dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal (cf. art. 13.º, n.º 1, al. d) do CVM). Por fim, uma sociedade adquirirá ainda a qualidade de sociedade aberta sempre que resulte de cisão de uma sociedade aberta ou incorpore por fusão, a totalidade ou parte do seu património (cf. art. 13.º, n.º 1, al. e) do CVM).

Da análise do regime jurídico a que se sujeitam as sociedades que preenchem um dos requisitos previstos no referido preceito, resulta, inequivocamente, a sua especialidade face ao regime comum previsto para as sociedades anónimas. A consagração de um tal regime especial associado à categoria da sociedade aberta levou, inclusivamente, a que se questionasse a existência de um novo subtipo societário, no quadro das sociedades anónimas, o que, contudo, tem vindo a ser negado pela doutrina maioritária⁵.

Este regime especial tem uma teleologia própria subjacente, isto é, encontra-se orientado à prossecução de um conjunto de finalidades. Nas próximas linhas procuraremos identificar tais finalidades e, bem assim, os traços ou aspetos essenciais de regime por via dos quais as mesmas se alcançam.

Desde logo, a dispersão ou abertura do capital ao público - e, conseqüentemente, a disseminação do capital pelos inúmeros acionistas - determina que os acionistas

⁵ Cf. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *ob. cit.*, “Sociedades abertas”, p. 10; PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, *Manual de Direito (...)*, p. 635 e ss.

minoritários de uma sociedade aberta se encontrem afastados, por opção própria ou por impossibilidade prática, do controlo ou gestão da sociedade, e sujeitos, por essa razão, a abusos, manipulações ou comportamentos oportunistas por parte dos órgãos sociais ou dos acionistas controladores. Assim sendo, o fenómeno da separação entre a titularidade acionista e o controlo societário justifica a atribuição aos acionistas de um conjunto de direitos, sobretudo de informação, por forma a criar e manter um contexto ou ambiente de transparência e de confiança que lhes permita, ainda que distanciados da gestão e da fiscalização da sociedade, terem conhecimento da atuação dos órgãos sociais e do estado da própria sociedade. Esta situação de transparência, essencial à subsistência do investimento no mercado de capitais, tutela os interesses dos atuais acionistas, mas também de todos os demais que, de alguma forma, contactam com a sociedade, *máxime* os potenciais investidores em ações.

De forma a alcançar este desidrato, o regime previsto para as sociedades abertas consagra, desde logo, um conjunto de deveres de informação e comunicação aos acionistas que detenham participações qualificadas na sociedade (cf. art. 16 a 18.º do CVM), as quais são determinadas através do mecanismo previsto no art. 20.º do CVM – a imputação de direitos de voto - mecanismo ou técnica destinado a identificar, medir e divulgar a influência acionista em sociedades abertas⁶.

As finalidades de transparência encontram igualmente reflexo na obrigação de os acionistas comunicarem a celebração de acordos parassociais (cf. art. 19.º CVM) e na obrigação da menção da qualidade de sociedade aberta na prática dos atos externos elencados no art. 171.º do CSC (cf. art. 14.º do CVM).

A posição dos acionistas (atuais e potenciais) é tutelada, ainda, pela consagração do princípio da igualdade de tratamento entre titulares de valores mobiliários da mesma categoria, consagrado no art. 15.º do CVM, pela previsão de normas que promovem a participação dos acionistas no processo de formação de vontade da sociedade, através da simplificação e garantia de transparência no processo deliberativo (cf. art. 21.º-C a 26.º do CVM), bem como pela previsão de regras de eleição de administradores pelas minorias (cf. art. 392.º, n.ºs 6 a 8 do CSC).

⁶ Cf. PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, *Manual de Direito (...)*, p. 613 e ss.

Ademais, as finalidades de transparência associadas a esta categoria exigem, igualmente, que seja possível detetar as alterações de controlo acionista e identificar, em cada momento, quem efetivamente exerce uma influência dominante sobre a sociedade. Com efeito, e neste âmbito, destacam-se determinados aspetos de regime, desde logo, a já aludida obrigação de divulgação de participações qualificadas e da celebração de acordos parassociais, mas também o regime da OPA obrigatória (cf. art. 187.º e ss do CVM), bem como da aquisição potestativa tendente ao domínio total e correspondente alienação potestativa (cf. arts. 194.º a 197.º CVM). Estes mecanismos tutelam, no essencial, a posição dos acionistas minoritários no caso de detenção de posições maioritárias na sociedade por outros sujeitos, conferindo-lhes a oportunidade e/ou o direito de saírem da sociedade, a um preço justo e equitativo.

No âmbito das sociedades com o capital admitido à negociação em mercado regulamentado ou sociedades cotadas, subcategoria das sociedades abertas nos termos do art. 13.º, n.º 1, al. c) do CVM, as obrigações de transparência assumem outros contornos, ainda mais exigentes. Com efeito, intensificam-se os deveres de informação e de transparência no que respeita à divulgação de participações qualificadas (cf. art. 16.º, n.º 2 do CVM) e prevêm-se outros deveres informativos (cf. art. 244.º e ss do CVM), entre os quais, os deveres de apresentação de relatórios e contas anuais (cf. art. 245.º do CVM).

Por fim, encontram-se ainda previstas, para as sociedades cotadas, regras de fiscalização e controlo da gestão da sociedade, nomeadamente, regras de independência de metade dos membros dos órgãos de fiscalização e da segregação de funções de fiscalização e de revisão de contas (cf. arts. 414.º, n.ºs 4 e 6, 423.º-B, n.ºs 4 e 5, art. 444.º, n.ºs 2 a 6 do CSC), regras de independência dos membros da mesa da A.G. (cf. art. 374.º-A do CSC), de designação obrigatória de secretário e suplente (cf. art. 446.º-A a 446.º-F CSC), de agravamento e inderrogabilidade da obrigação de prestação de caução ou da existência de seguro de responsabilidade civil dos administradores (cf. art. 396.º, n.ºs 1 a 3 do CSC), da proibição do modelo clássico simplificado de governação (cf. art. 413.º, n.º 2, al. a) do CSC), bem como, da redução do limiar das participações sociais mínimas a partir das quais os sócios podem propor ações de responsabilidade a favor da sociedade contra membros da

administração (cf. art. 77.º, n.º1 CSC), que nas sociedades cotadas encontra-se fixado em 2%⁷.

Analisado o regime especificamente consagrado para as sociedades abertas, mormente o conjunto de direitos informativos e de controlo sobre a fiscalização e gestão da sociedade de que beneficiam os acionistas, é por demais evidente que o mesmo, ainda que vise prosseguir inúmeras finalidades, entre as quais a de proteção da confiança no mercado de capitais⁸, tem como principal propósito a proteção dos acionistas minoritários⁹, concedendo-lhes um verdadeiro estatuto especial.

§3. A Perda da qualidade de sociedade aberta

3.1. Caracterização geral do instituto

A uma sociedade anónima pode ser atribuída a qualidade de sociedade aberta, o que acontece, de modo automático, se verificado algum dos pressupostos previstos no art 13.º do CVM. Do mesmo passo, ainda que, via de regra, não de modo automático¹⁰, essa mesma sociedade pode perder tal qualidade, passando a estar sujeita ao regime geral ou comum das sociedades anónimas.

Os casos em que esta perda da qualidade de sociedade aberta se dá encontram-se previstos no art. 27.º do CVM, que, sob a epígrafe «requisitos» (de tal perda), dispõe, no n.º 1 que:

“A sociedade aberta pode perder essa qualidade quando:

a) Um acionista passe a deter, em consequência de oferta pública de aquisição, mais de 90% dos direitos de voto, calculados nos termos do n.º 1 do artigo 20.º;

⁷ Um quadro sintético das especificidades constantes do CSC pode consultar-se em PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, *Manual de Direito (...)*, p. 608 e ss.

⁸Cf. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, in *DSR*, Ano 2, Vol. 3, Coimbra, Almedina, Março 2010, p. 13.

⁹ Cf. JULIANO FERREIRA, “Sociedade com o capital aberto ao investimento do público: Relevância da lei pessoal na aquisição e perda da qualidade de sociedade aberta”, in *RDS*, Ano IX, N.º 2, Almedina, 2017, p. 227 e 228.

¹⁰ Um caso de perda automática, que acresce aos casos analisados em seguida, encontra-se no art. 195.º, n.º 4 do CVM.

- b) *A perda da referida qualidade seja deliberada em assembleia geral da sociedade por uma maioria não inferior a 90% do capital social e em assembleias dos titulares de ações especiais e de outros valores mobiliários que confiram direito à subscrição ou aquisição de ações por maioria não inferior a 90% dos valores mobiliários em causa;*
- c) *Tenha decorrido um ano sobre a exclusão da negociação em mercado regulamentado, fundada na falta de dispersão pelo público”.*

Computados os casos de perda da qualidade de sociedade aberta, conclui-se que a referida operação corresponde “*ao termo da abertura de capital de uma sociedade ao público*”¹¹, e encontra-se associada a uma concentração de capital. Com efeito, a concentração de capital na mão de um ou de poucos acionistas verifica-se, inequivocamente, nos casos da al. a) e c) do n.º 1 do art. 27.º do CVM, e é um fator determinante para a tomada de decisão de perda da qualidade de sociedade aberta pela maioria dos acionistas, no caso previsto na al. b) do n.º 1 do art. 27.º do CVM, dada a maioria qualificada que aí se exige¹².

Por outro lado, a perda da qualidade de sociedade aberta é genericamente enquadrada no âmbito das operações de saída de mercado¹³, enquanto uma das operações financeiras cuja finalidade comum é “*a retirada de sociedades anónimas do contacto com o mercado de valores mobiliários, por força a tornar-se (mais) fechada a sua estrutura acionista (public-to-private transactions)*”¹⁴.

Este enquadramento parece-nos adequado, na medida em que este instituto tem implícita uma decisão de concentração dos valores mobiliários da sociedade (ações e equiparados) numa determinada estrutura acionista, fechando-a ao público, e deixando tais valores mobiliários de ficar sujeitos a uma lógica de mercado, ainda que, obviamente, estes não percam a sua característica geral da transmissibilidade, em princípio livre (cf. art. 328.º, n.º 1 do CSC), e a sociedade não fique impedida de poder, após um ano da perda da qualidade

¹¹ Cf. MANUEL REQUICHA FERREIRA, *Perda da qualidade «sociedade aberta»*, Relatório do curso de Mestrado em Ciências Jurídico-Bancárias, Seminário de Direito dos Valores Mobiliários, Lisboa, Faculdade de Direito de Lisboa, 2009, p. 55.

¹² *Ibidem*, p. 54 e 55.

¹³ Cf. PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, *Manual de Direito (...)*, p. 829 e ss; CONCEIÇÃO AGUIAR, *ob. cit.*, p. 89; PAULA COSTA e SILVA e NUNO TRIGO DOS REIS, “A Perda da Qualidade de «Sociedade Aberta» em Consequência de Oferta Pública de Aquisição. O Modelo de Concordância Prática de Interesses no Direito Mobiliário Português”, in *CadMVM*, n.º 51, Vol. I, Agosto 2015, p. 54 e 55, disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documentos/CMVM_Amadeu%20Ferreira%20Vol%20I.pdf

¹⁴ Cf. PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, *Manual de Direito (...)*, p. 830.

de sociedade aberta (cf. art. 29.º, n.º 2 do CVM), voltar a dispersar o seu capital pelo público, readquirindo, conseqüentemente, a referida qualidade.

3.2. Perda da qualidade de sociedade aberta e delisting - distinção e pontos de contacto. Perda da qualidade de sociedade aberta como via possível para o delisting

A perda da qualidade de sociedade aberta e a exclusão da negociação em mercado regulamentado (vulgarmente designada por “delisting”), ambas operações de saída do mercado, não são coincidentes.

O *delisting* corresponde à exclusão definitiva¹⁵ da negociação em mercado regulamentado de certos valores mobiliários, independentemente do meio pelo qual se concretize essa exclusão. Para os efeitos do presente estudo, interessa-nos, em especial, o *delisting* de ações (e valores mobiliários equiparados)¹⁶.

O *delisting* pode ser total, quando abrange a totalidade dos valores mobiliários pertinentes, correspondendo a uma operação de “going private”, em que a entidade emitente se fecha ao público e adota uma forma de negociação que não a do mercado bolsista, ou parcial, quando apenas ocorre uma redução da exposição em mercado, seja pela exclusão de negociação em bolsa de uma certa categoria de valores mobiliários, seja pela exclusão da negociação em determinado(s) mercado(s) bolsista(s), em caso de pluricotação¹⁷.

Por outro lado, em termos gerais, o *delisting* pode ser forçado ou oficial quando ocorra por força de uma decisão da entidade reguladora, supervisora ou gestora do mercado (cf. art. 213.º do CVM), ou voluntário, quando a iniciativa da exclusão provenha da própria entidade emitente ou do seu acionista maioritário¹⁸.

¹⁵ *Ibidem*, p. 835 e 836. O carácter definitivo do *delisting* afasta esta figura da mera suspensão da negociação em mercado regulamentado, que “representa uma interrupção transitória da negociabilidade dos valores em mercado.”

¹⁶ O *delisting* enquadra-se no conjunto de atividades designadas por “going-private transactions” ou “public-to-private transactions”, cujo resultado último é a cessação definitiva da negociação dos valores mobiliários em mercado, isto é, o próprio *delisting*.

¹⁷ Cf. MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA e DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda da Qualidade de Sociedade Aberta – (Delisting de Ações) e Tutela dos Acionistas Minoritários”, *CadMVM*, n.º 51, Vol. I, Agosto 2015, p. 26, disponível em:

http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documentos/CMVM_Amadeu%20Ferreira%20Vol%20I.pdf

¹⁸ *Ibidem*, p. 25.

Ainda quanto ao *delisting* voluntário, é possível distinguir o *hot delisting* (ou “regular delisting”) do *cold delisting* (“kalt delisting”)¹⁹. No primeiro caso, o *delisting* ocorre por decisão da entidade emitente ou do seu acionista maioritário no que especificamente concerne à exposição em bolsa da sociedade emitente, sendo esse o único objetivo e a única consequência da operação que lhe dá lugar²⁰. Já no segundo caso, o *delisting* surge como consequência necessária de uma alteração jurídico-societária da sociedade emitente em que o mesmo não é o seu propósito principal²¹, como acontecerá no caso de alteração do tipo societário (de uma sociedade anónima ou em comandita por ações para outro tipo societário), no caso da aquisição tendente ao domínio total (art. 195.º, n.º 4 do CVM), bem como no caso que agora nos ocupa de perda da qualidade de sociedade aberta (art. 29.º, n.º 2 do CVM)²².

Densificado o conceito de *delisting* nas suas várias categorias, importa, de seguida, distinguir esta figura da perda da qualidade de sociedade aberta.

Desde logo, e por um lado, o *delisting* não pressupõe uma concentração de capital²³, e poderão existir interesses dos acionistas em requerer a saída de mercado regulamentado, deixando de estar sujeitos aos requisitos previstos para as sociedades cotadas, mantendo, contudo, a qualidade ou estatuto de sociedade aberta²⁴.

Por outro lado, poderá, na prática, ocorrer o *delisting* de instrumentos financeiros emitidos por uma sociedade, sem que com isso esta perca a qualidade de sociedade aberta²⁵. Isso

¹⁹ Cf. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Going Dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, in *RDS*, Ano VI, n.º 3-4, 2014, Coimbra, Almedina, 2014, p. 590 e 591.

²⁰ Cf. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.* “Going Dark (...)”, p. 591; DIRK ZETZSCHE, “Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting”, in *Center for Business and Corporate Law Research Paper Series – Paper n.º 0053/2013*, 2014, p. 1, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2387712

²¹ Cf. MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA e DIOGO COSTA GONÇALVES, *ob. cit.* p. 25; DIRK ZETZSCHE, *ob. cit.*, p. 1.

²² Acompanhamos MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA (*ob. cit.* “Going Dark (...)”, p. 591), quando a Autora considera que a perda da qualidade de sociedade aberta de uma sociedade cotada constitui um caso de *cold delisting* (delisting a frio), uma vez que a exclusão da negociação em mercado regulamentado surge como consequência de uma alteração jurídico-societária que, além do *delisting*, envolve outros efeitos societários. Em sentido contrário, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA e DIOGO COSTA GONÇALVES (*ob. cit.*, p. 26, consideram que a perda da qualidade de sociedade aberta corresponde a um *hot delisting*.

²³ Cf. MANUEL REQUICHA FERREIRA, *ob. cit.*, p. 56.

²⁴ Cf. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.* “Going Dark (...)”, p. 596 e 597.

²⁵ Cf. PAULA COSTA E SILVA e NUNO TRIGO DOS REIS, *ob. cit.*, p. 54 e 55; MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.* “Going Dark (...)”, p. 593; HUGO LUZ DOS SANTOS, “A perda da qualidade de sociedade

mesmo ocorrerá na situação prevista na al. c) do n.º 1 do art. 27.º do CVM, segundo a qual uma sociedade pode manter a qualidade de sociedade aberta mesmo após a exclusão da negociação em bolsa, desde que essa exclusão não se fundamente na falta de dispersão pelo público e que um dos restantes requisitos de aquisição dessa qualidade se mantenha. Ademais, ainda que seja essa a causa da exclusão do mercado bolsista, a perda da referida qualidade só ocorre decorrido um ano da referida exclusão.

Não obstante o suprarreferido, é inequívoco que no ordenamento jurídico português as figuras do *delisting* e da perda da qualidade de sociedade aberta encontram-se intimamente ligadas.

Desde logo, nos termos do disposto no art. 29.º, n.º 2 do CVM, a perda da qualidade de sociedade aberta “*implica a imediata exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade e dos valores mobiliários que dão direito à sua subscrição ou aquisição, ficando vedada a readmissão no prazo de um ano*”, isto é, tem como consequência um *delisting* total.

Por outro lado, o facto de o *delisting* voluntário não se encontrar expressamente previsto no art. 213.º do CVM²⁶, constitui, para alguns autores, fundamento para concluir pela sua não consagração, enquanto figura autónoma, no ordenamento jurídico português²⁷. Com efeito, segundo os mesmos, uma sociedade aberta cotada apenas poderá promover a exclusão da negociação dos seus valores mobiliários do mercado regulamentado por via da perda da qualidade de sociedade aberta ou do instituto da aquisição potestativa tendente ao domínio total²⁸.

Este entendimento pode, inclusivamente, considerar-se acolhido pela CMVM, no caso da oferta pública geral e voluntária de aquisição de ações representativas do capital social da

aberta (*delisting* de participações sociais): a tutela dos sócios minoritários, o direito de propriedade, e o dever de lealdade dos administradores das sociedades comerciais (com uma breve passagem em Macau e Hong Kong)”, in *DSR*, Vol. VIII, N.º 4, Almedina, 2016, p. 897.

²⁶ Esta regra encontra exceção no art. 4.º do Regulamento da CMVM n.º 17/2000, quanto ao Mercado sem Cotações, que refere que o emitente pode requerer, fundadamente, à entidade gestora, a exclusão da negociação no mercado sem cotações, desde que daí não advenham prejuízos relevantes para os investidores.

²⁷ Cf. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.* “Going Dark (...)”, p. 591 a 597; Cf. MANUEL REQUICHA FERREIRA, *ob. cit.*, p. 139 a 141.

²⁸ Cf. PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, *Manual de Direito (...)*, p. 837 e ss; Cf. JULIANO FERREIRA, *ob. cit.*, p. 254.

EDP Renováveis²⁹, uma vez que a mesma entendeu que apenas e só pelo facto de a sociedade estar sujeita a lei estrangeira e, por isso, não ser uma sociedade aberta, poderia promover a sua saída da bolsa sem recorrer, previamente, à figura da perda da qualidade de sociedade aberta.

Deste modo, cumpre concluir que a perda da qualidade de sociedade aberta ganha, no nosso ordenamento jurídico, um protagonismo significativo, uma vez que surge como uma de duas únicas possíveis vias ao alcance de uma sociedade para promover a exclusão da negociação em mercado regulamento das suas ações.

3.3. O conflito de interesses subjacente à perda da qualidade de sociedade aberta e consequente exclusão da negociação em mercado regulamentado

Como veremos de seguida, o instituto da perda da qualidade de sociedade aberta serve, primordialmente, os interesses da própria sociedade e dos seus acionistas majoritários, “à custa” do sacrifício dos interesses dos acionistas minoritários. Com efeito, basta pensar que se o regime especial a que as sociedades abertas se encontram sujeitas visa tutelar, em primeira linha, os interesses dos acionistas-investidores, e onera a própria sociedade e os acionistas majoritários, através da imposição de um conjunto de obrigações com elevados custos associados, compreende-se que os primeiros pretendam, as mais das vezes, evitar a perda dessa qualidade ou restringir ao máximo os meios e condições em que a mesma poderá ocorrer e que, em contraposição, os últimos pretendam desonerar-se desse regime quando o mesmo deixe de trazer os benefícios pretendidos³⁰.

Ora, este conflito ou contraposição de interesses entre os acionistas majoritários e minoritários adensa-se, ainda mais, quando à perda da qualidade de sociedade aberta se associa o *delisting* (cf. art. 29.º, n.º 2), o que ocorrerá sempre que a sociedade aberta seja uma sociedade cotada. Vejamos.

²⁹ V. “Prospeto de oferta pública geral e voluntária de aquisição de ações representativas do capital social da EDP Renováveis, S.A.”, disponível em <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/fsd318184.pdf>. No referido prospeto (p. 39), pode ler-se “*afigura-se que o emitente estrangeiro, por não poder lançar mão do mecanismo da perda de qualidade de sociedade aberta, e exclusivamente por esse facto, na sequência de OPA, tem o direito de requerer a exclusão das ações admitidas ao mercado regulamentado, em virtude de não lhe ser exigível uma vinculação contratual perpétua*”. (sublinhado nosso)

³⁰ Cf. DIRK ZETSCHE, *ob. cit.*, p. 5; PAULA COSTA E SILVA e NUNO TRIGO DOS REIS, *ob. cit.*, p. 50.

À perda da qualidade de sociedade aberta e consequente exclusão da negociação em mercado regulamentado presidem, normalmente, interesses da sociedade e dos acionistas maioritários de redução dos custos³¹ decorrentes do cumprimento dos já mencionados deveres informativos, de auditoria, certificação e publicitação de contas, relatórios de *governance*, da supervisão da CMVM, que se encontram associados à manutenção da referida qualidade³²³³.

Estes interesses, intensificar-se-ão quando a sociedade se encontre numa situação económica difícil³⁴ ou quando exista uma frustração da negociação em mercado regulamentado³⁵, quer porque a sociedade está “underated”³⁶, isto é, subvalorizada, quer pela falta de visibilidade ou de vantagens decorrentes da sua participação no mercado bolsista, principalmente quando se trate de sociedades pequenas, quer pela falta de liquidez associada aos valores transacionados, ou ainda, pela degradação das condições de funcionamento do mercado regulamentado em que os valores mobiliários sejam negociados³⁷.

Por outro lado, a perda da qualidade de sociedade aberta e consequente exclusão bolsista podem ser motivadas por uma alteração da estratégia ou estrutura da sociedade, que deixa de ser compatível ou ajustada à manutenção dessa qualidade³⁸. Pense-se, p. ex., em

³¹ A redução dos custos inerentes à qualidade de sociedade aberta é a principal causa de exclusão da negociação em bolsa das sociedades com pequena capitalização bolsista. V., a este propósito, DIRK ZETSCHE, *ob. cit.*, p. 4;

³² Incluídos estão os chamados custos de agência, associados à necessidade de estabelecer medidas de supervisão sobre os órgãos de gestão a sociedade, por força da existência da já mencionada separação entre a propriedade e o controlo acionistas. Com o delisting ocorre uma “reunificação da propriedade e do controlo”, uma vez que as ações são detidas por menos investidores, que têm incentivos e meios para controlarem e influenciarem a sociedade, diminuindo, conseqüentemente, os custos de agência. Contudo, é importante notar que alguns autores desvalorizam a sua importância em sociedades europeias, porque o seu capital não está muito disperso, acrescentando ainda que o delisting provoca novos focos de conflitos entre os acionistas e os administradores. Neste sentido, V. MANUEL REQUICHA FERREIRA, *ob. cit.*, p. 26.

³³ Cf. M.TODD HENDERSON e RICHARD A. EPSTEIN, *ob. cit.*, p. 19 e 20.

³⁴ Cf. MANUEL REQUICHA FERREIRA, *ob. cit.*, p. 25.

³⁵ Cf. DIRK ZETSCHE, *ob. cit.*, p. 3.

³⁶ Cf. MIKE WRIGHT, TOMAS SIMONS e LUC RENNEBOOG, “*Why do public firms go to private in UK?*”, 2006, p. 23, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=873673.

³⁷ Cf. PAULA COSTA E SILVA e NUNO TRIGO DOS REIS, *ob. cit.*, p. 49 e 50; MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.* “Going Dark (...)”, p. 593; STEEN THOMSEN e FREDERIK VINTEN, “Delistings in Europe and the Costs of Governance”, *Center for Corporate Governance Copenhagen Business School*, 2007, p. 6, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=986603

³⁸ Cf. MICHAEL C. JENSEN, “Eclipse of the Public Corporation”, *Harvard Business Review*, 1989, revisto em 1997, p. 9 disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146149; PAULA COSTA E

operações de reestruturações societárias, como a unificação de sociedades pertencentes a um grupo societário, que exige a perda da qualidade de sociedade de algumas delas.

Existem, ainda, casos em que a perda da qualidade de sociedade aberta e a consequente exclusão da negociação em mercado regulamentado visam satisfazer interesses exclusivos dos acionistas majoritários ou de uma maioria acionista na consolidação ou manutenção da sua posição de controlo³⁹. Aliás, a perda da qualidade de sociedade aberta e o consequente *delisting* são preciosos “*trunfos*” em processos de aquisição do controlo total de sociedades pelo acionista majoritário⁴⁰, uma vez que provocam a desvalorização das ações dos sócios minoritários e a redução da sua negociabilidade, aumentando, por sua vez, a capacidade e poder negocial do acionista majoritário em adquirir as ações remanescentes detidas pela minoria⁴¹.

Mencionados, sumariamente, os principais motivos que, isolada ou conjuntamente, concorrem para a decisão de perda da qualidade de sociedade aberta e a consequente exclusão da negociação em mercado regulamentado, importa, de seguida, refletir sobre o impacto ou efeito dessa decisão na posição jurídica dos acionistas minoritários.

Desde logo, importa referir que a perda da qualidade de sociedade aberta e consequente exclusão da negociação em mercado aberto determina, de imediato, a desaplicação do regime especial a que temos vindo a fazer alusão. Referimo-nos aos efeitos objetivos - jussocietários e jusbiliários - da perda da qualidade de sociedade aberta⁴².

A não aplicação deste regime especial, composto por um conjunto de normas que visam tutelar interesses dos sócios, sobretudo minoritários, afeta e modifica substancialmente a posição ou estatuto jurídico dos mesmos⁴³ (efeitos subjetivos⁴⁴).

SILVA e NUNO TRIGO DOS REIS, *ob. cit.*, p. 49 e 50; MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.* “Going Dark (...)”, p. 593; MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA e DIOGO COSTA GONÇALVES, *ob. cit.*, p.28.

³⁹ Cf. MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA e DIOGO COSTA GONÇALVES, *ob. cit.*, p.28.

⁴⁰ Cf. DIRK ZETSCHE, *ob. cit.*, p. 4 e 5; MANUEL REQUICHA FERREIRA, *ob. cit.*, p. 26 e 27.

⁴¹ MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA e DIOGO COSTA GONÇALVES, *ob. cit.*, p. 28.

⁴² *Ibidem*, p. 26.

⁴³ *Ibidem*, p. 27.

⁴⁴ *Ibidem*, p. 26.

Com efeito, os acionistas perdem determinados direitos – direitos informativos e de fiscalização ou controlo indireto sobre a sociedade – e são confrontados com a desvalorização e perda de liquidez suas ações, não retirando benefícios diretos das referidas operações⁴⁵.

A perda destes direitos informativos tem como consequência a diminuição significativa do nível de transparência instituído no âmbito da atuação dos órgãos sociais e nas relações entre a sociedade e os acionistas e entre estes, e, conseqüentemente, inviabiliza o controlo “indireto”⁴⁶, isto é, a fiscalização dos acionistas minoritários sobre a sociedade, aumentando a suscetibilidade de abuso dos acionistas majoritários ou da administração societária⁴⁷. Por outro lado, a falta de informação sobre a sociedade implica que, na prática, os acionistas atuais e potenciais investidores dificilmente consigam formar, de modo esclarecido e informado, a sua decisão de investimento ou desinvestimento.

Por fim, quando a perda da qualidade de sociedade aberta produza o *delisting*, a mudança estrutural da sociedade afeta, igualmente, os direitos patrimoniais dos acionistas⁴⁸. Com efeito, os acionistas sofrem a subtração do modo de disposição das suas ações em bolsa, um modo de disposição que, pela sua simplicidade e fácil acessibilidade (a qualquer momento, em qualquer lugar), não tem paralelo e constitui, as mais das vezes, o único modo de efetiva transação das ações e conseqüente e realização do seu valor⁴⁹. Este tipo de operações, ao limitarem o mercado e a correspondente liquidez das ações, implicam, igualmente, a sua desvalorização ou depreciação⁵⁰.

⁴⁵ Cf. MANUEL REQUICHA FERREIRA, *ob. cit.*, p. 30; MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.* “Going Dark (...)”, p. 597.

⁴⁶ Cf. MANUEL REQUICHA FERREIRA, *ob. cit.*, p. 33

⁴⁷ Cf. GUSTAVO DA SILVA BOTELHO, *O Direito de exoneração do acionista minoritário – A saída da sociedade aberta após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas*, Tese de Mestrado e Ciências Jurídicas Empresariais, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, 2014, p. 30.

⁴⁸ Cf. MANUEL REQUICHA FERREIRA, *ob. cit.*, p. 83.

⁴⁹ Cf. MANUEL REQUICHA FERREIRA, *ob. cit.*, p. 31 a 33; MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.* “Going Dark (...)”, p. 598; PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, *Manual de Direito (...)*, p. 836 e 841.

⁵⁰ Cf. PAULA COSTA E SILVA e NUNO TRIGO DOS REIS, *ob. cit.*, p. 50; MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA e DIOGO COSTA GONÇALVES, *ob. cit.*, p. 26; JONATHAN MACEY, MAUREEN O’HARA E DAVID POMPILIO, “Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process”, 2005, p. 24 e 25, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=583401.

Tendo em conta que as ações são unidades de participação social mas, antes de mais e sobretudo, unidades de valor⁵¹, pela via da depreciação do seu valor também ocorre a lesão da esfera jurídica dos acionistas minoritários⁵².

Deste modo, cabe-nos concluir que este tipo de operações, ao implicarem a desaplicação de um regime especial, e a subtração do modo de negociação em bolsa, provocam a frustração de legítimas expectativas dos acionistas-investidores no investimento rentável numa sociedade que, por se encontrar aberta ao investimento público, se sujeita a um regime de transparência e escrutínio rigorosos, e cujos valores mobiliários são facilmente transacionados⁵³.

3.4. *Análise do regime (e sua evolução) da perda da qualidade de sociedade aberta na sequência de OPA antecedente (art. 27.º, n.º 1, al. a) do CVM)*

A previsão de um regime de perda da qualidade de sociedade de subscrição pública e, mais tarde, de perda da qualidade de sociedade aberta, passou a justificar-se a partir do momento em que às referidas categorias se associaram aspetos de regime mais exigentes e onerosos⁵⁴, sendo necessário criar mecanismos, por força dos quais, a sociedade não ficasse refém, *ad aeternum*, desse regime mais severo, passando, antes, a estar sujeita ao regime comum das sociedades anónimas.

A evolução do instituto da perda da qualidade de sociedade aberta, quando associada à realização de uma OPA - a primeira das situações previstas no art. 27.º -, pode ser sintetizada em três momentos essenciais⁵⁵:

O primeiro marco evolutivo coincide com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, que, por força do aditamento do art. 531.º-A ao Código de Mercado dos Valores Mobiliários, regulou os casos e condições em que as sociedades de subscrição

⁵¹ M. J. ALMEIDA COSTA e EVARISTO MENDES, “Transmissão de ações tituladas nominativas”, in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, Ano 139, N.º 3959, 2009, Coimbra, Coimbra Editora, p. 66 e 67

⁵² Cf. HUGO LUZ DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 895.

⁵³ Cf. MANUEL REQUICHA FERREIRA, *ob. cit.*, p. 34.

⁵⁴ Cf. MANUEL REQUICHA FERREIRA, *ob. cit.*, p. 4 e 5; JULIANO FERREIRA, *ob. cit.*, p. 52.

⁵⁵ Cf. JULIANO FERREIRA, *ob. cit.*, p. 237

pública perderiam essa mesma qualidade, num momento em que esta categoria ainda não tinha sido substituída pela categoria de sociedade aberta.

Nos termos do referido preceito, a perda da qualidade de sociedade de subscrição pública poderia fundar-se em decisão tomada pela A.G. por maioria superior a 90% dos votos correspondentes ao capital social, ou ser promovida pelo oferente que, em resultado de uma OPA geral, adquirisse *“mais de 90% de cada uma das espécies ou categorias de valores mobiliários objecto da oferta”*.

Adicionalmente, recaía sobre o oferente da OPA que pretendesse promover a perda da qualidade de sociedade de subscrição pública o dever de adquirir, por um valor não inferior à contrapartida oferecida na OPA antecedente, as participações sociais dos acionistas remanescentes que, não tendo vendido as suas ações no âmbito da OPA, não pretendessem permanecer na sociedade. Este regime tinha, inequivocamente, uma feição protetora dos acionistas minoritários⁵⁶.

A entrada em vigor do CVM de 1999 corresponde ao segundo marco evolutivo, agora já referido à categoria da sociedade aberta, Código esse que fixou no seu art. 27.º, cuja redação se mantém ainda hoje inalterada, os casos, termos e condições em que ocorre a perda dessa qualidade.

É importante notar que o texto deste preceito deixou de consagrar, quando a perda da qualidade da sociedade aberta ocorra na sequência de uma OPA, a obrigação de aquisição pelo oferente das ações remanescente dos acionistas minoritários e, conseqüentemente, o correspondente “direito de saída” desses mesmos acionistas, referindo-a apenas nos casos em que a perda da qualidade de sociedade aberta se fundamenta na deliberação da A.G.

Não obstante, os acionistas minoritários confrontados com a perda de qualidade de sociedade na sequência de uma OPA que fosse dirigida à generalidade dos acionistas da sociedade, o que aconteceria na maioria das vezes, continuavam a poder alienar potestativamente as suas ações e, desse modo, “sair” da sociedade, por força da articulação do instituto da perda da qualidade de sociedade aberta com o instituto da aquisição e

⁵⁶ *Ibidem*, p. 239.

alienação potestativa tendente ao domínio total, previsto, *ex novo* no CVM, no art. 194º e 196º, n.º 1.

Com efeito, o acionista (oferente) que obtivesse, na sequência de uma OPA geral, a percentagem relevante de direitos de votos para poder promover a perda da qualidade de sociedade aberta, preencheria, igualmente, os pressupostos do art. 194º do CVM, segundo o qual “*quem após o lançamento de oferta pública de aquisição geral em que seja visada sociedade aberta que tenha como lei pessoal a lei portuguesa, ultrapasse, directamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social pode, nos seis meses subsequentes ao apuramento do resultado da oferta, adquirir as acções remanescentes mediante contrapartida calculada nos termos do artigo 188.º*”. Assim sendo, o oferente poderia promover directamente a perda da qualidade de sociedade aberta nos termos do art. 27º, n.º 1, al. a) do CVM ou, em alternativa, adquirir potestativamente as acções remanescentes por via do art. 194º, n.º 1 do CVM, o que determinaria a perda da qualidade de sociedade aberta (cf. art. 195º, n.º 4 do CVM).

Ora, em qualquer das referidas situações, e, mais uma vez, no caso de uma OPA antecedente ser geral, aos acionistas minoritários, por força do art. 196º do CVM - segundo o qual “*cada um dos titulares das acções remanescentes pode, nos três meses subsequentes ao apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição referida no n.º 1 do artigo 194.º, exercer o direito de alienação potestativa, devendo antes, para o efeito, dirigir por escrito ao sócio dominante convite para que, no prazo de oito dias, lhe faça proposta de aquisição das suas acções* – era reconhecido um direito de alienação potestativa das suas acções, a um valor justo e equitativo nos termos do art. 188º do CVM. Este direito constituía, portanto, na prática, um requisito adicional para a perda da qualidade de sociedade aberta, cujo cumprimento era sindicado pela CMVM, enquanto entidade competente para verificar o cumprimento dos requisitos legais previstos para tal perda.

É certo que, caso se considere que, nos termos do art. 27º, n.º 1, al. a) do CVM, a OPA antecedente tanto poderá ser geral (dirigindo-se à generalidade dos acionistas) como parcial (assunto retomado adiante), apenas no primeiro caso, os sócios minoritários beneficiavam, nos termos do art. 196º do CVM, de um “direito de saída” da sociedade. Os restantes casos, em que a perda da qualidade de sociedade aberta decorreria de uma OPA antecedente parcial, e em que, portanto, os acionistas minoritários não se poderiam socorrer do instituto

da alienação potestativa prevista no art. 196.º. Estes seriam, no entanto, meramente residuais e nessa medida ignorados pelo legislador, o que não significa que não carecessem de solução adequada.

Em 2006, com a transposição da Diretiva das OPA's (Diretiva 2004/25/CE) para o ordenamento jurídico português, pelo Decreto-lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, foi aditado um requisito quantitativo adicional para o acionamento do instituto da aquisição e alienação potestativa tendente ao domínio total. Com efeito, e desde então, não basta que o oferente tenha adquirido, na sequência da OPA geral, mais de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, sendo necessário, adicionalmente que o mesmo tenha adquirido mais de 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.

Por força desta alteração, a correspondência substancial, compreendendo a generalidade das situações, entre os requisitos quantitativos deste instituto e os da perda da qualidade de sociedade aberta por vontade do oferente de uma OPA antecedente deixou de se verificar.

Assim sendo, poderá acontecer que um oferente venha a deter, na sequência de uma OPA 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade alvo, podendo promover a perda da qualidade de sociedade aberta nos termos do art. 27, n.º 1, al. a, mas, porque a referida OPA não é geral ou, sendo-o, o oferente não passou a deter 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta, não poderá adquirir potestativamente as ações remanescentes e, sobretudo para o que releva para o presente estudo, não se encontram preenchidos os requisitos que permitem aos acionistas minoritários, nos termos do art. 196.º do CVM, alienar potestativamente as suas ações⁵⁷.

Podemos, assim, concluir, que nestes casos, aos acionistas minoritários que se vejam confrontados com a perda da qualidade de sociedade não é reconhecido por lei um “direito de saída” da sociedade. Pelo menos expressamente.

⁵⁷ Note-se que se encontra vedada a utilização da aquisição potestativa prevista no art. 490.º do CSC, uma vez que, nos termos do n.º 7 do referido preceito, o mesmo só se aplica às sociedades que não sejam abertas.

§4. Perda da qualidade de sociedade aberta na sequência de OPA e a tutela dos acionistas minoritários

4.1. Exposição do problema. Antecipação da proposta de solução

Como se tem vindo a reforçar ao longo da presente dissertação, o instituto da perda da qualidade de sociedade aberta, tal como previsto e regulado art. 27.º do CVM, consagra um tratamento diferenciado entre acionistas, ao atribuir no seu n.º 3 um “direito de saída” aos acionistas quando a perda da qualidade de sociedade aberta decorra de uma deliberação da A.G. da Sociedade (cf. art. 27.º, n.º 1, al. b) do CVM), mas já não quando a mesma ocorra na sequência de uma OPA (cf. art. 27.º, n.º 1, al. a) do CVM).

Poder-se-ia, aparentemente, argumentar que esta diferença de tratamento é justificada, porque fundada numa diferença objetiva de condições e posições em que se encontram os acionistas num e noutro caso. Com efeito, o facto de não se encontrar consagrado no n.º 3 do art. 27.º um “direito de saída” dos sócios minoritários no caso da al. a) do n.º 1 do art. 27.º do CVM, isto é, no caso em que a perda da qualidade ocorre no contexto e por ocasião de uma OPA antecedente, justificar-se-ia pelo facto de os acionistas minoritários já terem tido a possibilidade de alienar as suas ações, no próprio processo e por via da OPA antecedente.

Esta possibilidade de desinvestimento, assegurada pela OPA antecedente, já não se verificaria quando a perda da referida qualidade decorre de uma decisão da A.G., razão pela qual o n.º 3 do art. 27.º do CVM apenas para este caso terá previsto um “direito de saída”, através da atribuição aos sócios minoritários de um direito de alienação das suas ações”⁵⁸.

Assim sendo, e tendo em conta que, nos casos em que a perda da qualidade de sociedade aberta ocorre na sequência de uma OPA, os sócios minoritários já teriam tido a possibilidade de alienar as suas ações nessa mesma OPA, seria irrazoável reconhecer-lhes um segundo direito ou oportunidade de saída, isto é, um “direito de saída” no processo da OPA e outro após a OPA e aquando da perda da qualidade de sociedade aberta. Tal possibilidade consubstanciar-se-ia ilegitimamente benéfica para os sócios minoritários e excessivamente

⁵⁸ Cf. PAULA COSTA E SILVA e NUNO TRIGO DOS REIS, *ob. cit.*, p. 57.

onerosa para o oferente, sobre o qual recairia o consequente dever de adquirir as ações nestes dois momentos⁵⁹.

Contudo, e como veremos de seguida, esta ordem de ideias, quando invocada de modo generalizado para negar, em toda a linha, qualquer “direito de saída” aos acionistas em caso de perda da qualidade de sociedade aberta na sequência de uma OPA fora dos casos em que se encontram preenchidos os pressupostos do art. 196.º do CVM, fracassa naquele que é o seu argumento principal, uma vez que a OPA antecedente à perda da qualidade de sociedade aberta nem sempre atribuirá aos acionistas minoritários um “direito de saída” idêntico ao que se encontra consagrado no n.º 3 do art. 27.º do CVM. Por essa razão, não é por existir uma OPA antecedente que, sem mais, se justifica a dispensa da atribuição de um “direito de saída” aos acionistas, tal com consagrado no n.º 3 do art. 27.º do CVM.

Desde logo, o art. 27.º do CVM não esclarece se a OPA antecedente poderá ser voluntária, ou se, pelo contrário, terá que ser uma OPA obrigatória. No silêncio da lei, e tendo em conta o princípio da liberdade do objeto da OPA, consagrado no art. 173.º/3 CVM, tendemos a considerar que a OPA poderá ser obrigatória ou voluntária⁶⁰. Assim sendo, e quando a mesma seja voluntária, não está sujeita aos requisitos previstos no art. 188.º do CVM, desde logo, quando ao valor mínimo da contrapartida a atribuir aos sócios que pretendam alienar as suas ações. Deste modo, enquanto que os sócios minoritários, nos termos do n.º 3 do art. 27.º do CVM, poderão alienar as suas ações de acordo com as referidas regras relativas à contrapartida mínima, na OPA antecedente (quando voluntária) os acionistas minoritários não terão qualquer garantia quanto ao valor da contrapartida.

Também não resulta da lei a exigência de que a referida OPA seja lançada de acordo com as regras da contrapartida mínima, previstas no art. 188.º do CVM, o que está, aliás, em concordância com o facto de a mesma poder ser voluntária⁶¹. Como já referimos, esta exigência já se encontra prevista para o “direito de saída” consagrado no n.º 3 do art. 27.º do CVM, para quando a perda da qualidade de sociedade aberta resulta de uma decisão da A.G.

⁵⁹ *Ibidem*, p. 65 e 73.

⁶⁰ Cf. MANUEL REQUICHA, *ob. cit.*, p. 62 e 63.

⁶¹ *Ibidem*, p. 68 e 69.

Por fim, e embora o texto do art. 27.º, n.º 1, al. a), não exija uma OPA geral, a doutrina diverge quanto a saber se a OPA antecedente terá que ter esse caráter geral⁶² – isto é, se terá que ser lançada sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição - ou se, pelo contrário, poderá ser parcial, não se dirigindo à totalidade dos referidos valores mobiliários⁶³. Nestes termos, a OPA antecedente poderá não abranger todos os acionistas que pretendam alienar as suas participações, não lhes atribuindo um “direito de saída”. Em contraposição, o art. 27.º, n.º 3 do CVM expressamente prevê que, no caso de perda da qualidade de sociedade aberta decorrente da decisão da A.G., a todos os sócios que não tenham votado favoravelmente à perda da referida qualidade é reconhecido um direito de alienação das ações.

Do exposto, resulta inequívoco que o suposto “direito de saída” assegurado pela OPA antecedente à perda da qualidade de sociedade aberta não é substancialmente idêntico, no que toca às garantias e condições de alienação das ações, ao direito de alienação potestativa previsto no art. 27, n.º 3 do CVM especificamente para a perda da qualidade de sociedade aberta. Por esse motivo, não é razoável considerar que os acionistas minoritários, confrontados com uma OPA antecedente que não consagre as referidas garantias, desde logo quanto ao valor da contrapartida, tenham que se ver forçados a alienar as suas ações, pelo simples facto de o oferente poder eventualmente vir a adquirir a percentagem relevante para promover a perda da qualidade de sociedade aberta.

Importa notar, a este propósito, que a CMVM já veio, em casos pretéritos de perda da qualidade de sociedade aberta na sequência de uma OPA, exigir que seja igualmente atribuído um “direito de saída” aos acionistas minoritários em termos idênticos ao previsto no art. 27.º, n.º 3 do CVM.

Em 2012⁶⁴, a Tagus Holding, S.A.R.L lançou uma OPA geral e obrigatória sobre as ações da Brisa, tendo adquirido 92% dos direitos de voto e, posteriormente, requerido à CMVM a perda da qualidade de sociedade aberta da sociedade visada. A CMVM veio apresentar

⁶² *Ibidem*, p. 65 a 68. Parece ser, igualmente, o entendimento de PAULA COSTA E SILVA e NUNO TRIGO DOS REIS, *ob. cit.*, p. 65.

⁶³ No sentido de a OPA antecedente poder ser parcial, V. PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, *Manual de Direito (...)*, p. 844.

⁶⁴ Já anteriormente, na sequência da OPA dirigida à Gescartão, a CMVM considerou necessária, para a posterior perda da qualidade de sociedade aberta da Gescartão, que fosse emitida, pelo oferente, uma ordem permanente de compra das ações remanescentes.

um projeto de decisão quanto ao referido requerimento, exigindo que aos acionistas remanescentes fosse assegurada a possibilidade de saída da sociedade em termos idênticos aos que resultariam da al. b) do n.º 1 do art. 27.º do CVM, do art. 196.º do CVM ou do art. 490.º do CSC. A decisão final foi no mesmo sentido⁶⁵.

Mais recentemente, em 2017, a propósito da OPA geral e voluntária lançada pela EDP – Energias de Portugal, S.A sobre a EDP Renováveis, S.A., a CMVM, transmitiu à *Euronext* que uma eventual exclusão da negociação em mercado regulamentado por ultrapassagem, pelo oferente, da fasquia de 90% dos direitos de voto da sociedade-alvo seria admissível uma vez que “[a]tentando-se na proposta apresentada pela EDP, verifica-se que o pedido de exclusão ficará dependente de o oferente ter adquirido mais de 90% dos direitos de voto na sequência de OPA, vinculando-se aquele a, em sequência da obtenção daquele resultado, caucionar o pagamento da mesma contrapartida por um período adicional não inferior a 3 meses aos acionistas que pretendam apartar-se da sociedade cujas ações vêm a ser excluídas de negociação.”. A CMVM, considerou, ainda que “[e]ste compromisso, assumido para efeitos de proteção dos investidores e do regular funcionamento do mercado, corresponde às exigências constantes da legislação nacional que foram consideradas suficientes para a adequada salvaguarda dos interesses públicos em presença para os casos, expressamente regulados, em que a exclusão depende do exercício da vontade do emitente (ou do seu acionista de controlo).”⁶⁶.

Importa notar que estes casos são especialmente impressionantes. No primeiro caso, a CMVM veio exigir a atribuição de um “direito de saída” aos sócios remanescentes na sequência de uma OPA antecedente que tinha sido obrigatória e que, por isso, teria abrangido todos os acionistas e teria respeitado as regras da contrapartida mínima. No segundo caso, foi exigida a aquisição das ações remanescentes em casos em que à exclusão da negociação em mercado regulamentado não se associava a perda da qualidade de sociedade aberta. Assim sendo, por maioria de razão, nos casos em que ocorre a perda da qualidade de sociedade aberta, com a consequente exclusão da negociação em mercado regulamentado, e em que a OPA

⁶⁵ V. “Projeto de deliberação do conselho diretivo da CMVM”, disponível em <https://web3.cmvm.pt/sdi/emittentes/docs/fr42600.pdf>, e decisão final do conselho diretivo da CMVM disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/comunicados/comunicados/pages/decisãoperdaqualidadesociedadeaberta-brisa.aspx>.

⁶⁶ V. “Prospecto da oferta pública geral e voluntária de aquisição de ações representativas do capital social da EDP Renováveis, S.A.”, p. 39, disponível em <https://web3.cmvm.pt/sdi/emittentes/docs/fsd318184.pdf>.

anterior não cumpre com os requisitos da OPA obrigatória, mais se justifica a tutela dos acionistas minoritários.

Aqui chegados, cumpre avançar com as principais conclusões até ao momento.

Em primeiro lugar, importa assinalar que o legislador, ponderados e valorados os vários interesses em jogo, considerou necessário consagrar a existência de um direito de alienação dos acionistas minoritários no caso mais geral (e em certo sentido residual) em que a declaração de perda da qualidade de sociedade aberta decidida pela CMVM se funda numa simples deliberação da A.G. (e de eventuais assembleias especiais, se as houver), tomada por uma maioria de votos não inferior a 90% do total, por ser inexigível a sua manutenção forçada na sociedade, tendo em conta o prejuízo que essa mudança estrutural tem na respetiva posição jurídica.

Em segundo lugar, no caso mais específico em que ocorre uma concentração, em mais de 90%, do poder de voto na disponibilidade de um acionista, na sequência de uma OPA, mesmo que se interprete restritivamente o art. 27.º, n.º 1, al. a), no sentido de que esta tem de ter carácter geral (remetendo para a hipótese anterior as situações de aquisição em que a OPA tenha sido parcial), podendo ela ser voluntária, o interesse dos minoritários não se encontra suficientemente acautelado através da oportunidade de alienação no quadro da OPA. Na versão originária do CVM, o problema encontrava-se resolvido através da aplicabilidade do art. 196.º do CVM. Com a modificação dos pressupostos do direito de aquisição potestativa previsto nos arts. 194.º e ss do CVM e do correspondente direito de alienação, introduzida em 2006, criou-se um problema carecido de solução adequada; sendo de realçar, aqui, que a tónica geral da alteração legislativa foi no sentido do reforço da proteção dos minoritários e não no sentido inverso.

É certo que, numa interpretação literal do art. 27.º, n.º 1, al. a), quando a concentração dos votos resulte de uma OPA parcial, o problema já existia antes da reforma de 2006, não se devendo portanto à alteração legislativa ocorrida no instituto das aquisições e alienações potestativas. Este problema tinha, porém, uma expressão limitada e, em todo o caso, merecia igualmente, por maioria de razão, de solução adequada.

Resultando claro que a OPA antecedente à perda da qualidade de sociedade aberta nem sempre garantirá aos acionistas a possibilidade de alienação das suas ações nas mesmas condições das consagradas no art. 27.º, n.º 3 do CVM, isto é, nas condições que o legislador considerou adequadas atribuir aos acionistas que se vejam confrontados com uma alteração substancial como a que se verifica no quadro de perda da qualidade de sociedade aberta, não será solução adequada, para resolver este problema, interpretar de modo literal o preceito em análise, negando um direito de alienação quando a perda da qualidade de sociedade aberta ocorra na sequência de uma OPA. Tanto mais, quanto é certo que o problema em apreço foi essencialmente criado pela Reforma de 2006 e o sentido fundamental desta é de melhoria da posição dos minoritários; não o contrário.

Deste modo, uma via possível de solução será esta: mostra-se defensável que a CMVM, ao abrigo da respetiva função reguladora, que inclui não apenas a promoção do regular funcionamento do mercado, mas também a tutela dos investidores, possa condicionar uma decisão favorável de perda da qualidade de sociedade aberta à verificação de uma efetiva tutela destes, quando tal se justifique. Essa mesma tutela efetiva justificar-se-á não sempre, isto é, em toda e qualquer situação, mas apenas quando a OPA antecedente à perda da qualidade de sociedade aberta não atribua, aos acionistas minoritários, a possibilidade de alienação das suas ações e conseqüente desinvestimento da sociedade, nas condições previstas no art. 27.º, n.º 3 do CVM. Esta via de solução, flexível, não necessariamente circunscrita à opção legal constante daquele art. 27.º, n.º 3, pelo menos quando o mesmo seja interpretado literalmente, tem sido, de algum modo seguida pela CMVM, como se observou.

Importa, no entanto, antes de uma tomada de posição sobre o assunto, explorar outras possíveis vias de solução, que têm sido apontadas pela Doutrina portuguesa quanto ao tema em análise. É o que se faz em seguida.

4.2. *Análise de outras vias possíveis vias de solução*

4.2.1. Direito de exoneração nas sociedades anónimas. Aplicação analógica dos casos legais de exoneração/alienação potestativa ao caso em estudo?

Primeiramente, importa analisar a possibilidade, já invocada pela Doutrina, de aplicação analógica dos casos legais de exoneração/alienação potestativa, a casos omissos que reclamam solução. Com efeito, a aplicação analógica do art. 27.º, n.º 3 do CVM ao caso de perda da qualidade de sociedade aberta na sequência de uma OPA poderia, em tese, ser invocada para efeitos da atribuição aos acionistas minoritários de um “direito de saída” idêntico ao previsto no referido preceito. Importa tomar posição a este respeito, o que se faz de seguida.

Ainda que subsista alguma divergência doutrinária quanto a alguns dos seus pontos caracterizadores, poder-se-á definir o direito de exoneração como o direito de o sócio, por o ser, poder desvincular-se individual, unilateral e voluntariamente da sociedade, perdendo essa qualidade, e recebendo, em contrapartida, o valor da sua participação social, independentemente da transmissão da mesma, e desde que a sociedade perdure com um ou mais sócios⁶⁷.

O direito de exoneração tem fundamento último no princípio constitucional da liberdade de associação, segundo o qual, nos termos do n.º 3 do art. 46.º da CRP, ninguém pode ser obrigado ou coagido a fazer parte de uma associação⁶⁸ - ou, mais corretamente, na vertente individual do mesmo princípio implicada na liberdade de empresa (art. 61.º, n.º1, da CRP)⁶⁹ - e, constitui, pois, um meio de tutela dos sócios, máxime dos minoritários. Com efeito, e por via do mesmo, os acionistas têm a possibilidade de salvaguardar o seu investimento e de saírem da sociedade, quando se encontrem perante situações altamente lesivas da sua posição social, desde logo em caso de alterações profundas do contexto situacional da sociedade, e que tornam inexigível a sua permanência na sociedade⁷⁰⁷¹.

⁶⁷ Cf. DANIELA FARTO BAPTISTA, *O Direito de Exoneração dos Acionistas – Das suas Causas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2005. p. 130.

⁶⁸ Cf. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *ob. cit.*, “Concertação acionista...”, p. 13.

⁶⁹ Cf. EVARISTO MENDES, “Exoneração de sócios. Direito geral de exoneração por justa causa nas sociedades por quotas?”, in AAVV., *II Congresso DSR*, Coimbra, Almedina, 2012, p. 89.

⁷⁰ Cf. GUSTAVO BOTELHO, *ob. cit.*, p. 16; JOSÉ MIGUEL RODA DE ALBUQUERQUE, *Direito de exoneração dos sócios nas sociedades por quotas e nas sociedades anónimas*, Revista de Direito das Sociedades, Ano IV (2012) – N.º I, p. 152 e, a respeito das sociedades por quotas, EVARISTO MENDES, “Exoneração...”, *ob. cit.*, p. 39. Mais recentemente, Cf. também COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial, das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 2019, p. 395, 399, 403 e s., p. 294 e ss.

⁷¹ Cf. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “A «inexigibilidade» na relação contratual: interpretação do contrato e heteronomia”, in *O Direito*, Ano 145.º, Vol. III, 2013, p. 536, 540 a 544. Segundo a Autora, a inexigibilidade constitui uma questão interpretativa do próprio contrato social, com as especificidades ditadas pelo direito das sociedades, o que corrobora a possibilidade de exoneração sem base legal expressa.

Nas sociedades anónimas, não se encontra expressamente consagrado um direito geral de exoneração, mesmo ocorrendo justa causa e como *ultima ratio*, sendo a transmissão das ações a via normal de o acionista sair da sociedade (cf. art. 329.º, n.º 3 do CSC)⁷². Com efeito, a participação social dos acionistas está dividida em ações, valores mobiliários, em princípio livremente transmissíveis, pelo que o sócio poderá sempre desinvestir da sociedade por via da transmissão da sua participação social, o que dispensa, na maioria dos casos, a necessidade de um direito de exoneração”⁷³.

Contudo, existem casos em que o acionista não consegue transmitir as suas ações, ou porque não encontra ninguém interessado na sua participação, ou porque a contrapartida que lhe é oferecida não é suficiente.

Tendo em conta esta realidade, o ordenamento jurídico português consagrou, em determinados casos, “direitos de saída” da sociedade, mais propriamente direitos de alienação potestativa. Nomeadamente este direito de alienação potestativa encontra-se previsto nos casos de concentração “excessiva” do capital (cf. art. 196.º do CVM e 490.º do CSC), ou de alteração estrutural da sociedade aquando da perda da qualidade de sociedade aberta (cf. art. 27.º, n.º 3 do CVM). Nestes casos, os acionistas minoritários veem a sua posição social substancialmente reduzida a uma posição de investidores, sofrem a desvalorização das suas ações, devendo poder apartar-se da sociedade a um preço justo e equitativo.

A questão de saber se a alienação potestativa corresponde a um direito de exoneração é controversa na doutrina⁷⁴. Contudo, tendemos a considerar que o direito de alienação potestativa é funcionalmente um direito de exoneração⁷⁵, na medida em que constitui um “*verdadeiro direito de desinvestimento e de saída de uma sociedade que sofreu uma alteração*”

⁷² O mesmo se passa nas sociedades por quotas: cf. os arts. 228.º, n.º 2, e o art. 231.º Assim, EVARISTO MENDES, segundo os ensinamentos ministrados na parte letiva do mestrado, na unidade curricular dedicada à Participação social, e, aludindo à transmissão como sucedâneo do direito de exoneração, «A validade e eficácia das cláusulas estatutárias restritivas da livre transmissibilidade das ações no direito português (com apêndice de direito comparado)», disponível em *evaristomendes.eu*, I.14, p. 8 e s.

⁷³ Cf. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *ob. cit.*, “Concertação acionista...”, p. 15.

⁷⁴ A alienação potestativa, contrariamente ao direito de exoneração, está relacionada com o comportamento de um terceiro (sócio dominante ou subordinante) e não da sociedade, sendo este o sujeito passivo da declaração de alienação potestativa, e implica sempre a transmissão da participação, nunca a sua extinção.

⁷⁵ Cf. TIAGO SOARES DA FONSECA, *O direito de exoneração do sócio no código das sociedades comerciais*, Coimbra, Almedina, p. 250 a 252.

tal, que se tornou topicamente inexigível a esses minoritários que nela continuem e nela mantenham o seu investimento em capital de risco”⁷⁶.

No caso do presente estudo, não se encontra expressamente previsto um direito de alienação potestativa aos acionistas minoritários que se vejam confrontados com a perda da qualidade de sociedade aberta na sequência de uma OPA, sendo que se podem colocar como soluções alternativas, a possibilidade de aplicação analógica, a este caso, de casos legais de exoneração ou alienação potestativa, mormente o previsto no art. 27.º, n.º 3 do CVM, ou a afirmação desse “direito de saída” por via de um “direito geral de exoneração”.

Contudo, o reconhecimento de um direito geral à exoneração por motivo ponderoso ou por justa causa, bem como a aplicação analógica de casos legais de exoneração, têm sido negados pela doutrina dominante⁷⁷. Em sentido inverso, na Europa, este direito tem experimentado uma expansão, em alguns países, como é o caso de Espanha, Itália e França, nos quais se tem procedido à ampliação do catálogo das causas legais de exoneração das sociedades anónimas⁷⁸, sendo expressamente consagrado no direito belga e holandês um direito geral de exoneração por justa causa, de exercício judicial⁷⁹.

Neste contexto, algumas vozes da Doutrina lançam críticas ao atual regime do direito de exoneração, tal como previsto para as sociedades de base capitalista, considerando que deveriam ser ampliadas as causas de exoneração previstas para as referidas sociedades⁸⁰, bem como consagrado - ou, mesmo, reconhecido - um direito geral de exoneração por justa causa, a ser decretado a título excepcional pelo juiz⁸¹.

⁷⁶ Cf. também EVARISTO MENDES, *ob. cit.*, “Exoneração (...)”, p. 39, 68 e s, 76 e ss, aludindo a diversos figurinos do direito de exoneração.

⁷⁷ Alguns dos argumentos invocados pela doutrina para a negação de um direito geral de exoneração são ultrapassáveis, desde logo na medida em que a descapitalização da sociedade pode ser evitada, p. ex., através do estabelecimento da obrigação de aquisição das participações por um terceiro. Por outro lado, a sua consagração exige uma maior ponderação na adoção de medidas de reestruturação societárias e constitui um preço justo a satisfazer pela organização como contrapartida da imposição de certas modificações aos sócios remanescentes.

⁷⁸ Para mais desenvolvimentos, DANIELA FARTO BAPTISTA, *ob. cit.*, p. 438 a 455.

⁷⁹ Cf. EVARISTO MENDES, *ob. cit.*, “Exoneração (...)”, p. 39 e ss e 68.

⁸⁰ Cf. JOSÉ MIGUEL RODA DE ALBUQUERQUE, *ob. cit.*, p. 153. O Autor considera que as causas legais de exoneração deveriam assentar, mais, num critério económico que contratual abrangendo as situações em que por deliberação se afetasse substancialmente os direitos ou expectativas patrimoniais dos sócios (máxime, direito aos lucros) deveria igualmente ser causa legal de exoneração do sócio⁸⁰.

⁸¹ Cf. EVARISTO MENDES, *ob. cit.*, “Exoneração (...)”, p. 76 e ss; DANIELA FARTO BAPTISTA, *ob. cit.*, p. 461.

Neste âmbito, a irrelevância do carácter aberto ou fechado das sociedades anónimas na configuração do direito de exoneração é atualmente defendida por DANIELA FARTO BAPTISTA, sendo que a Autora destaca que a realidade das sociedades anónimas se pode aproximar da estrutura “fechada” das sociedades por quotas, mesmo que não jurídica pelo menos fáctica, pelo que não se deverá “confiar” na negociabilidade das ações e, sem mais, defender a desnecessidade de um direito de exoneração no âmbito deste tipo de sociedade⁸².

Contudo, “o estado atual das coisas” é o da compressão do direito de exoneração no campo das sociedades anónimas, não sendo atualmente reconhecido um direito geral de exoneração ou a possibilidade de aplicação analógica dos casos previstos na lei a casos semelhantes. Assim sendo, mesmo que se veja no art. 27.º, n.º 3, do CVM um caso de “exoneração” em sentido lato (previsto na lei mobiliária), no estado atual do direito, não se afigura existir espaço para a sua aplicação analógica aos casos previstos para a perda da qualidade de sociedade aberta quando a mesma ocorra na sequência de uma OPA antecedente. É de levar a conta, na solução que se procura, a valoração subjacente a tal regime, mas a via técnico-jurídica não parecer ser a da “exoneração” fundada na respetiva aplicação analógica. Até porque, e como veremos mais adiante, uma interpretação adequada do art. 27.º, n.º 3 do CVM, que atenda à sua *ratio*, poderá, ainda assim, e em determinados casos, justificar a atribuição de um “direito de saída” aos acionistas minoritários.

Por outro lado, a invocação de um direito geral de exoneração, a ser exercido judicialmente, também não logra conceder uma solução adequada ao problema em análise. As operações de OPA e de perda da qualidade de sociedade aberta pretendem-se rápidas e simplificadas, não sendo satisfatória a demora judicial subjacente ao reconhecimento, por essa via, de um direito de alienação potestativa nos referidos casos. Como referimos anteriormente, sendo a CMVM a entidade responsável por aferir do cumprimento dos requisitos inerentes à perda da qualidade de sociedade aberta, deverá ser essa mesma entidade responsável por conceder uma tutela adequada aos acionistas minoritários.

A respeito deste tema, importa apenas referir, ainda que o mesmo já resultasse das considerações anteriores, que não se poderá defender, *in casu*, a aplicação analógica do direito

⁸² *Ibidem*, p. 365.

de alienação potestativa previsto no contrato de subordinação, a qual já foi também invocada como via de solução para o problema que nos ocupa⁸³.

Em traços breves, o contrato de subordinação constitui causa e uma das formas de estabelecimento de relações de grupo entre sociedades e caracteriza-se pela “*sujeição «global e total» da gestão de uma sociedade a outra e a atribuição a esta última de um poder de direção sobre a primeira*”⁸⁴. O contrato opera uma transferência de facto⁸⁵ das competências legais do órgão de gestão da sociedade subordinada para a sociedade diretora, uma vez que a atuação do órgão de administração da sociedade subordinada passa a ser comandada e dirigida pela sociedade diretora⁸⁶, através da possibilidade de lhe emitir instruções (art. 503.º do CSC), que visam, essencialmente, o interesse da sociedade-mãe ou do grupo, e que poderão ser, inclusivamente, contrárias aos interesses da própria sociedade subordinada.

A perda da autonomia económica, patrimonial e organizativa da sociedade dominada afeta, substancialmente, a posição jurídica dos acionistas minoritários, que veem coartados os seus direitos participativos mas também patrimoniais, uma vez que o estado de sujeição da sociedade subordinada, que deixa de ser dirigida por um órgão independente que visa o fim lucrativo e o interesse social, prejudica o direito ao dividendo e implica a desvalorização das suas ações⁸⁷.

Porém, e neste caso, a lei tutela de modo adequado e efetivo a modificação substancial da posição jurídica dos sócios⁸⁸ através da atribuição de um direito à garantia de lucros (art. 494.º/1/b e 500.º) ou da atribuição, em alternativa, de um “direito de saída” da sociedade, através da alienação potestativa das suas participações sociais (art. 494.º/1/a e 497.º).

⁸³ Cf. MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA e DIOGO COSTA GONÇALVES, *ob. cit.*, p. 25.

⁸⁴ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 2017, p. 47 e 48.

⁸⁵ *Ibidem*, p. 48.

⁸⁶ Cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Sociedades em Relação de Grupo*, Almedina, 2.ª Ed., 2002, p. 615; DANIELA FARTO BAPTISTA, *ob. cit.*, p. 292.

⁸⁷ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade. Por um Critério Unitário de Solução do «Conflito do Grupo»*, Dissertação de doutoramento, Coimbra, Almedina, 2012, p. 27.

⁸⁸ *Ibidem*, p. 42.

No caso que agora nos ocupa - de perda da qualidade de sociedade aberta na sequência de uma OPA - não ocorre a transferência das competências de direção da sociedade para o sócio controlador. Contudo, a verdade é que a concentração de capital da sociedade nas mãos do oferente e a suscetibilidade de controlar 90%, ou mais, dos direitos de voto da sociedade, coloca-o numa posição de (quase) total controlo sobre a sociedade e de respetiva subordinação perante este dos acionistas minoritários. Ademais, a perda da qualidade de sociedade aberta, como já tivemos oportunidade de referir, implica, igualmente, a perda, por parte dos sócios minoritários, de uma série de direitos de gestão e de fiscalização sobre a sociedade, direitos informativos e de direitos patrimoniais, por via da desvalorização das suas ações.

Ainda assim, e como referimos anteriormente, o “direito de saída” dos minoritários no caso do nosso estudo não pode ser reconhecido por aplicação analógica do direito de alienação potestativa consagrado no instituto do contrato de subordinação, dada a impossibilidade atual de aplicação analógica de casos legais de exoneração, no seio das sociedades anónimas. Ademais, a existir aplicação analógica, a mesma deveria ser operada com recurso ao art. 27.º, n.º 3, uma vez ser este o preceito que consagra um direito de exoneração dentro do próprio regime da perda da qualidade de sociedade aberta - solução que já se afastou.

Contudo, o reconhecimento do direito de desinvestimento no caso do presente estudo poderá, ainda assim, apoiar-se no instituto do contrato de subordinação, enquanto mais um exemplo de uma situação de inexigibilidade de permanência na sociedade que o legislador tutelou de forma adequada e equitativa, atribuindo um “direito de saída” aos acionistas minoritários.

4.2.2. “Direito de saída” à luz dos deveres de lealdade

Colocando o problema sob outro prisma, importa analisar se um “direito de saída” dos acionistas minoritários, no caso do presente estudo, não deverá ser reconhecido à luz dos deveres lealdade.

Os deveres de lealdade são amplamente aceites no âmbito societário pelos principais ordenamentos jurídicos⁸⁹, incluindo o português, quer no que toca às relações entre sócios e a sociedade, quer no que toca às relações entre estes, e comportam um conteúdo passivo ou negativo⁹⁰, de proibição de não causar danos⁹¹, podendo igualmente impor a adoção de determinadas condutas de sinal positivo. A estes deveres é reconhecida uma faceta de tutela dos acionistas minoritários face a atuações desleais da sociedade ou dos acionistas majoritários⁹², uma vez que os mesmos poderão fundamentar a atribuição de compensações aos acionistas minoritários ou, mesmo, o reconhecimento aos mesmos de um “direito de saída” da sociedade⁹³.

Estes deveres pressupõem a existência de uma relação especial ou específica entre os sujeitos, como as que se estabelecem no âmbito societário, e impõe-se “*não tão-só pela conveniência de salvaguardar expectativas (em si mesma), mas como corolário de uma correção de comportamento de cariz ético-jurídico objectivo*”⁹⁴, independentemente da previsão na lei ou das partes nesse sentido⁹⁵. Assim sendo, e apesar de encontramos manifestações deste dever em algumas disposições do CSC⁹⁶, as mesmas deverão ser entendidas como meramente exemplificativas.

A conformação ou intensidade dos deveres de lealdade varia de caso para caso, consoante a especial ligação entre os sujeitos⁹⁷, sendo, à partida, mais intenso nas sociedades de pessoas⁹⁸, mas igualmente reconhecidos nos restantes tipos sociais, incluindo as sociedades anónimas e

⁸⁹ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, *Grupos (...)*, p. 180.

⁹⁰ Alguns autores acentuam esta dimensão do dever de lealdade. Neste sentido, COUTINHO DE ABREU (in *ob. cit.*, *Curso (...)*, p. 294 e ss; PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais*, Coimbra Editora, 2006, p. 105; PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, Coimbra, Almedina, 2.ª Ed., 2014, p. 356 e 357.

⁹¹ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, *Manual (...)*, p. 85.

⁹² Cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “A lealdade no direito das sociedades”, in *ROA*, Ano 66, Vol. III, Dezembro 2006, p. 9 a 11, disponível em: <https://portal.oa.pt/comunicacao/publicacoes/revista/ano-2006/ano-66-vol-iii-dez-2006/doutrina/antonio-menezes-cordeiro-a-lealdade-no-direito-das-sociedades/>

⁹³ Cf. MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA e DIOGO COSTA GONÇALVES, *ob. cit.*, p. 26; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *ob. cit.*, “A lealdade(...)”, p. 9 a 11. Cf. também as indicações fornecidas por EVARISTO MENDES, *ob. cit.*, “Exoneração (...)”, p. 68 e ss.

⁹⁴ Cf. MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA, *ob. cit.*, “A business (...)”, p. 7.

⁹⁵ Cf. MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA, “A business judgement rule no quadro dos deveres gerais dos administradores”, in *ROA*, Ano 67, Vol. I, Janeiro 2017, p. 6.

⁹⁶ Cf. MANUEL FRAGOSO MENDES, “Entre o temerário e o diligente – A business judgement rule e os deveres dos administradores. Da sua origem à implementação no ordenamento jurídico português”, in *RDS*, Ano VI, N.º 3/4, 2014, p. 825.

⁹⁷ Cf. MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA, *ob. cit.*, “A business (...)”, p. 8.

⁹⁸ Cf. COUTINHO DE ABREU, *ob. cit.*, *Curso (...)*, p. 294 e ss; MENEZES CORDEIRO, *Manual de direito das Sociedades*, Vol. I – Parte Geral. II, Coimbra, Almedina, 2016, p. 317 e ss; PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *ob. cit.*, *A participação (...)*, p. 57.

cotadas. Isto porque, e também nestas sociedade, existe uma especial influência exercida, pela maioria ou pelo acionista controlador, que “*se reflecte na posição económico-jurídica dos demais accionistas e na sua maior ou menos apetência para participar no capital (...) e na vida da sociedade*”⁹⁹.

Importa, ainda, referir que, não obstante os deveres de lealdade se encontrarem comumente reconduzidos aos deveres de os sócios cooperarem entre si e com a sociedade para a prossecução do fim social (formulação positiva) e de não dificultarem ou impedirem essa prossecução (formulação negativa)¹⁰⁰¹⁰¹, há, também, quem considere que os deveres de lealdade implicam a consideração de interesses individuais ou extrassociais dos sócios¹⁰², sobretudo dos minoritários, desde logo, por parte dos sócios majoritários, ou terceiros que assumam posições de controlo, estando em posição de lhes causar danos¹⁰³.

Nestes termos, a lealdade já foi invocada para fundamentar, para lá do previsto na lei, o reconhecimento de um direito de exoneração aos sócios¹⁰⁴, incluindo aos acionistas minoritários, quando se torne inexigível permanecer na sociedade, como acontecerá nos casos em que haja uma mudança estrutural da sociedade que implique a desvalorização das ações e a frustração das suas legítimas expectativas de investimento.

Contudo, e no nosso entendimento, situando o problema em análise no campo da lealdade societária, a obrigatoriedade de o sócio majoritário, titular do controlo societário, atribuir um “direito de saída” ao acionista minoritário, apenas deverá existir quando a

⁹⁹ Cf. JOSÉ FERREIRA GOMES, *ob. cit.*, p. 132.

¹⁰⁰ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, *Manual (...)*, p. 85; COUTINHO DE ABREU, *ob. cit.*, *Curso (...)*, p. 294 e ss; JOSÉ FERREIRA GOMES, *ob. cit.*, p. 128.

¹⁰¹ FILIPE CASSIANO DOS SANTOS CASSIANO (*Estrutura associativa e participação societária capitalística: contrato de sociedade, estrutura societária e participação do sócio nas sociedades capitalísticas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, p. 545, 546 e 547) é uma das vozes da doutrina que nega a existência dos deveres de lealdade. Para tanto, alega a falta de fundamentação dogmática destes direitos, bem como a falta de delimitação e de critérios de aplicação¹⁰¹, e a falta de consagração, direta ou indireta, no CSC. O referido Autor considera que é à sociedade que deve ser atribuído o dever de atuar em conformidade com o fim social e de atender aos interesses, não só da maioria, mas também dos outros sócios, sendo que, inclusivamente, não decorre da natureza do contrato de sociedade e do sentido geral de participação do sócio na sociedade, que têm inclusivamente direito ao desinteresse. Por outro lado, nega igualmente a existência de um dever de boa fé ou de lealdade do sócio dominante. Também neste sentido, negando a dimensão positiva do direito de lealdade dos acionistas, no sentido de que o mesmo se encontra vinculado a assumir ou praticar determinados atos, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.^a Ed., Almedina, 2019, p. 297.

¹⁰² Para COUTINHO DE ABREU (in *ob. cit.*, *Curso (...)*, p. 294 e ss), a consideração de interesses extrassociais ou particulares dos consócios apenas será defensável em sociedades com forte estrutura personalística.

¹⁰³ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, *Manual (...)*, p. 101 e ss.

¹⁰⁴ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, *Grupos (...)*, p. 435.

inexigibilidade de permanência deste último na sociedade resulte de uma conduta desleal do primeiro, isto é, de uma conduta que possa ser objeto de censura ético-jurídica.

No caso em estudo, a aquisição do controlo societário pelo oferente da OPA antecedente e a promoção da perda da qualidade de sociedade aberta não tem suficiente desvalor para poder ser entendida como uma atuação merecedora de censura ético-jurídica, desde logo porque a referida promoção visa prosseguir interesses legítimos do acionista maioritário, e encontrasse expressamente reconhecida por lei, livre de condicionamentos, desde logo os relativos à atribuição de um “direito de saída” aos acionistas minoritários. Assim sendo, a eventual atribuição de um “direito de saída” aos acionistas minoritários, em casos de perda da qualidade de sociedade aberta, não se deverá fundamentar na violação de deveres de lealdade.

4.2.3. Garantia constitucional da propriedade privada

Encaremos o problema, ainda, sob outro prisma: vendo a posição de acionista minoritário como uma forma de propriedade (ainda que de cariz corporativo), suscetível de ser substancialmente afetada pela perda da qualidade de sociedade aberta. Pode tal afetação envolver, inclusive, um problema constitucional, se não se reconhecer aos minoritários um direito de desinvestimento? Ou, pelo menos, não se pode colher na garantia constitucional da propriedade privada (cf. art. 62.º) fundamento para interpretar o CVM no sentido do reconhecimento de tal direito, no sentido de que tal interpretação é a mais conforme com a CRP?

O capital das sociedades abertas encontra-se dividido em ações, as quais deverão ser entendidas, por um lado, como unidades de valor, cumprindo “*a função primária de atribuição aos respectivos titulares de uma fração ou quota-parte do valor da sociedade*” (dimensão patrimonial)¹⁰⁵, mas também como “unidades de participação social”, ao atribuírem aos seus titulares a inerente qualidade de sócio, a qual, por sua vez, se traduz numa posição jurídica complexa de direitos e de obrigações¹⁰⁶.

¹⁰⁵ Cf. EVARISTO MENDES, “Aquisições potestativas no artigo 490 do CSC após a Reforma de 2006 e procedimento justo”, p. 2, disponível em: evaristomendes.eu

¹⁰⁶ Cf. M. J. ALMEIDA COSTA e EVARISTO MENDES, *ob. cit.*, p. 66 e 67

Nas sociedades capitalistas, *máxime*, nas sociedades abertas, sobressai a dimensão patrimonial das ações, bem como a sua aptidão circulatória, na medida em que os acionistas realizam o valor das ações, as mais das vezes, através da sua transmissão¹⁰⁷.

A perda da qualidade de sociedade aberta provoca, na esfera jurídica dos acionistas, prejuízos decorrentes da desaplicação do regime especial previsto para as sociedades abertas, bem como da desvalorização das ações e redução da sua liquidez, sendo que a inerente aptidão circulatória fica, de facto (e não de *jure*) significativamente limitada, por não existir quem, na prática, as pretenda adquirir.

Por esta razão, há quem invoque que a perda da qualidade de sociedade aberta opera uma verdadeira “expropriação” de facto das participações sociais, ainda que parcial, isto é, o esvaziamento, em boa medida, do direito de propriedade que sobre elas incide, problemática quando não acompanhada da atribuição, aos acionistas, de um “direito de saída” da sociedade a um preço justo e equitativo¹⁰⁸. Com efeito, operada uma expropriação de facto sem o inerente reconhecimento a uma justa compensação, estaríamos perante a violação do direito de propriedade privada, tal qual consagrado no art. 62.º, n.º 2 da CRP. Vejamos as coisas a esta luz.

O direito de propriedade privada encontra-se consagrado no art. 62.º da CRP, constituindo, na sua vertente positiva, uma garantia institucional e um direito fundamental que assegura a todos os sujeitos da ordem jurídica privada a capacidade patrimonial privada, isto é, a suscetibilidade de os mesmos serem titulares de direitos patrimoniais e negativamente, protege os referidos sujeitos contra quaisquer privações ou limitações arbitrárias ao seu exercício.¹⁰⁹

A este propósito, importa referir que o sócio pode ser configurado como um comproprietário da empresa social, que detém uma participação social que constitui parte dessa

¹⁰⁷ *Ibidem*, p. 67.

¹⁰⁸ Cf. HUGO LUZ DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 920 e 921.

¹⁰⁹ Cf. JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, “O artigo 490.º do CSC –propriedade corporativa, propriedade privada, igualdade de tratamento”, in *AAVV, Estudos em Comemoração dos Cinco Anos da Faculdade de Direito do Porto*, Coimbra, Coimbra Editora, 2001, 236; GOMES CANOTILHO e VITAL MOREIRA, *Constituição da República Portuguesa Anotada*, Coimbra Editora, 4.ª Ed. Revista, 2007, p. 801, 803 e 804; JORGE MIRANDA e RUI MEDEIROS, *Constituição Portuguesa Anotada*, Tomo I, Coimbra Editora, 2005, p. 627.

compropriedade, como um credor ou, ainda, como o titular de uma propriedade *sui generis*, designada de “propriedade corporativa”¹¹⁰.

Com efeito, e segundo as concepções dominantes, não existe qualquer relação de compropriedade entre os sócios, uma vez que o exercício dos direitos inerentes à propriedade de que são titulares encontra-se mediatizado pela existência de um ente social, dotada de personalidade jurídica e organização própria, sendo que os sócios exercem os seus direitos sobre a sociedade, e não diretamente sobre os bens sociais¹¹¹ e que, por outro lado, os sócios também não poderão ser concebidos como meros credores, uma vez os mesmos participam mediatamente na administração da sociedade, quer diretamente através da AG, quer indiretamente, através da eleição, fiscalização e destituição dos membros dos restantes órgãos sociais¹¹².

Por outro lado, e tendo em conta que a participação social atribui um conjunto de direitos e obrigações que deverão ser entendidos e exercitados em face e no seio de uma entidade associativa ou corporativa, a propriedade social deverá ser, então, perspectivada como uma “propriedade corporativa”¹¹³, uma propriedade implicada na liberdade económico-productiva e de investimento. Com efeito, tal concepção da propriedade sobre participações sociais tem consequências, sobretudo, no âmbito das relações internas, uma vez que a participação social e os direitos inerentes dos sócios não constituem uma realidade exterior e independente da estrutura organizativa, que os mesmos podem exercer livremente e que se encontram exclusivamente dependentes da sua vontade, como se de direitos absolutos se tratassem. Pelo contrário, estes direitos deverão ser entendidos e exercitados sempre no quadro das regras legais e estatutárias que regem o funcionamento do ente social e encontram-se funcionalmente vinculados à prossecução do interesse supra individual da sociedade¹¹⁴.

¹¹⁰ Cf. ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, “O instituto da aquisição tendente ao domínio total (artigo 490.º do CSC): um exemplo de uma expropriação legal dos direitos dos minoritários?”, in *Nos 20 anos do código das sociedades comerciais: homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Vol. II, Coimbra Editora, 2007, p. 246.

¹¹¹ Cf. MARIA MARIANA DE MELO EGÍDIO PEREIRA, “A aquisição tendente ao domínio total. Breves reflexões sobre o artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais”, in *O Direito*, Ano 140.º, Vol. IV, 2008, p. 923 a 971, p. 944; ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *ob. cit.*, p. 246.

¹¹² Cf. JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, *ob. cit.*, “O Artigo 490.º(...)”, p. 240.

¹¹³ *Ibidem*, p. 201

¹¹⁴ *Ibidem*, p. 208

Consequentemente, as faculdades ou direitos inerentes à qualidade de sócio estão sujeitos e expostos às regras de funcionamento da sociedade, desde logo, ao princípio da maioria como princípio fundamental de determinação da vontade corporativa¹¹⁵, podendo os mesmos ser restringidos ou limitados em decorrência do exercício dos poderes em que se encontram investidos os órgãos ou sujeitos que detêm posições de controlo na sociedade.

Importa, porém, referir que é pacificamente aceite que o conteúdo e garantia do direito de propriedade, tal como constitucionalmente consagrado, abrange, para além da propriedade sobre coisas, outros direitos de valor patrimonial, como é o caso das participações sociais¹¹⁶.

Quanto ao específico conteúdo e garantia do direito de propriedade, nos casos em que o mesmo incide sobre participações sociais, o TC já teve oportunidade de se pronunciar, no acórdão n.º 491/2002, de 26 de Novembro, quando foi chamado a pronunciar-se sobre a inconstitucionalidade, por violação do direito de propriedade, da norma do art. 490.º do CSC, que consagra a possibilidade de um acionista maioritário adquirir potestativamente as ações dos acionistas minoritários.

Em suma, o TC veio reafirmar, à luz que vinha já a ser o entendimento em decisões anteriores, que *“só a partir da caracterização do objecto sobre que incidem os efeitos previstos na norma em questão – a participação social –, e da avaliação desses efeitos no quadro do regime da organização societária, se pode concluir algo sobre a qualificação da matéria sobre a qual essa norma incide como relativa ao direito de propriedade, em aspectos ou dimensões constitucionais em que este há-de ser considerado um "direito fundamental de natureza análoga" aos direitos, liberdades e garantias”*. Com efeito, dentro do direito de propriedade privada, nem todos os aspetos ou faculdades desse direito revestem a natureza análoga aos direitos, liberdades e garantias, só revestindo essa natureza aspetos verdadeiramente significativos do direito de propriedade e da sua caracterização, como será o caso em que o direito de propriedade sofra uma expropriação, uma ablação ou desapropriação, sem fundamento na lei e sem direito a uma justa indemnização.

Ademais, o TC considerou, ainda, que constituindo a propriedade sobre participações sociais uma "propriedade corporativa", é da própria essência ou natureza daquela

¹¹⁵ *Ibidem*, p. 209

¹¹⁶ GOMES CANOTILHO e VITAL MOREIRA, *ob. cit.*, *Constituição (...)*, p. 798 e ss.

propriedade um congénito estado de vulnerabilidade face a vicissitudes do funcionamento da sociedade, pelo que os aspetos sobre que incide a norma que prevê a aquisição potestativa, pelo sócio maioritário, das ações dos sócios minoritários – isto é, a perda da qualidade de sócio por força de uma decisão de reestruturação societária - não contêm uma dimensão ou razão material que justifique a sua analogia aos direitos, liberdades e garantias, isto é, não alcançam a necessária autonomia em face da lógica de funcionamento do ente social, tratando-se de questões relativas à própria regulação societária, que fazem parte da condição de sócios e que são aceites e conhecidas pelos mesmos.

Por fim, o TC acrescentou ainda que, atendendo à natureza da propriedade corporativa e à sua inerente vulnerabilidade e exposição às vicissitudes próprias do ente social, não se poderia considerar que a norma do art. 490.º do CSC constitui uma verdadeira norma restritiva do direito de propriedade, sendo antes uma norma conformadora da titularidade dessas participações sociais¹¹⁷.

Regressando ao caso em estudo, somos do entendimento, em linha com o que foi decidido no acórdão supra analisado, que a garantia constitucional da propriedade deverá ser delimitada em função do próprio bem sobre a qual a mesma versa, pelo que a propriedade sobre participações sociais, enquanto propriedade corporativa, jamais poderá ser entendida como uma propriedade absoluta e intangível¹¹⁸. Deste modo, a garantia constitucional da propriedade corporativa não poderá impedir a previsão e aplicação do instituto da perda da qualidade de sociedade aberta e da consequente afetação dos direitos patrimoniais dos acionistas.

Por outro lado, também dificilmente se poderá considerar que as normas consagradas do regime da perda da qualidade de sociedade aberta constituem normas restritivas ou expropriativas de um direito fundamental de natureza análoga aos direitos, liberdades e garantias, sujeitando-se aos limites previstos no art. 18.º, n.º 2 da CRP.

¹¹⁷ O referido Acórdão, quanto a este específico ponto, não é isento de críticas. Com efeito, e tal como refere MARIANA DE MELO EGÍDIO, (cf. *ob. cit.*, p. 943.), a norma do art. 490.º do CSC opera uma verdadeira expropriação das ações dos acionistas minoritários, não por utilidade pública, mas por utilidade particular, e não uma mera norma de conformação do conteúdo do direito A autora refere, ainda, que a necessidade de uma compensação patrimonial adequada contemplada no referido art. demonstra como se está, in casu, perante uma ablação do conteúdo de um direito constitucionalmente protegido, sendo que a compensação patrimonial visam respeitar o princípio da proporcionalidade.

¹¹⁸ JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, *ob. cit.*, “O Artigo 490.º (...)”, p. 243.

Com efeito, e recorrendo à conceção da propriedade sobre ações como propriedade corporativa, os critérios para aferir da sua expropriação ou ablação não poderão ser os mesmos que os utilizados para aferir da expropriação ou ablação da *proprietatis rerum*.

De facto, existe a desvalorização e perda da liquidez das ações dos acionistas minoritários, por força de uma decisão de perda da qualidade de sociedade aberta tomada pelo oferente de uma OPA antecedente que adquiriu uma posição de controlo da sociedade, mas essa desvalorização não poderá ser considerada uma expropriação ou restrição da propriedade corporativa, que “caia” dentro do âmbito protetor da CRP.

Com efeito, a possibilidade de desvalorização das ações é uma constante com que contam todos os investidores em ações cotadas, que poderá ocorrer por força de fenómenos como o da perda da qualidade de sociedade aberta ou saída do mercado bolsista. Em rigor, a negociabilidade em bolsa constitui um fenómeno comercial contingente e não um aspeto essencial e caracterizador da própria participação social, pelo que a proteção constitucional da propriedade corporativa não a abrange.

Pelo exposto, conclui-se que a proteção constitucional conferida à propriedade corporativa não abrange os mecanismos de reestruturação societária que implicam a desvalorização patrimonial das ações, como ocorre nos casos de perda da qualidade de sociedade aberta e consequente *delisting*. Não se tratando, à luz da CRP, de verdadeiras “restrições” ou “expropriações” da propriedade sobre ações, as mesmas não estão sujeitas ao regime especial das normas restritivas de direitos, liberdades e garantias, previsto no art. 18.º, n.º 2 da CRP, nem, portanto, a considerações sobre a necessidade de se atribuir uma justa indemnização aos sócios minoritários. Em todo o caso, sempre se pode dizer que a interpretação mais conforme à garantia constitucional da propriedade privada é a que associa à perda da referida qualidade um “direito de saída” ou desinvestimento.

4.2.4. Violação do princípio da igualdade. Proposta de solução

Por fim, importa ainda analisar a possibilidade de reconhecimento de um “direito de saída” dos acionistas minoritários no caso do presente estudo, à luz da tónica do princípio da igualdade. Antecipando a nossa conclusão, o princípio da igualdade, de base constitucional,

constitui “o argumento” jurídico, no qual é possível alicerçar a necessidade de reconhecimento aos acionistas minoritários, de um tal “direito de saída”, ainda que apenas em determinados casos, como demonstraremos de seguida.

O princípio da igualdade, tal como constitucionalmente consagrado no ordenamento jurídico português, comporta uma dimensão formal e uma dimensão material. Enquanto igualdade formal ou jurídica, este princípio garante a igualdade de todos os cidadãos perante a lei (cf. art. 13.º, n.º 1 da CRP) e a “*uniformização do regime das liberdades individuais a favor de todos os sujeitos de um ordenamento jurídico*”¹¹⁹. Na sua dimensão material, o mesmo assegura a igualdade através da lei, e já não perante a lei, segundo a máxima de que se deverá tratar por igual o que é igual, e por desigual o que, efetivamente, seja diferente, exigindo do legislador¹²⁰, quando assim se justifique, a introdução de diferenciações entre os sujeitos.

Este princípio tem inúmeras refrações no direito das sociedades comerciais, de âmbito nacional, de que são exemplo o art. 321.º do CSC e os arts. 15.º, 112.º e 197.º do CVM, mas também no âmbito do direito societário europeu, por via da diretiva 2004/25/CE que, no seu art. 3.º, n.º 1, al. a), consagra a igualdade de tratamento entre os titulares de valores mobiliários de uma sociedade.

O princípio da igualdade entre acionistas, no contexto societário, deverá, mais uma vez, ser relativizado, vez que, em sociedades de estrutura capitalista, os sócios encontram-se, uns perante os outros em posições desiguais, sendo os seus direitos políticos e económicos determinados em função e na proporção do montante do seu investimento no capital social¹²¹. Com efeito, a desigualdade patrimonial e jurídica que se verifica e é típica entre aqueles que participam numa comunidade corporativo-privada de base capitalística não é compatível com considerações jurídico-constitucionais que pressuponham uma originária e absoluta igualdade entre os mesmos.

¹¹⁹ Cf. GOMES CANOTILHO, *Direito Constitucional e Teoria da Constituição*, 7.ª Ed., Coimbra, Almedina, 2003, p. 426 a 428.

¹²⁰ Este princípio dirige-se, em primeira linha, ao próprio legislador (cf. art. 3, n.º 3 e art. 277.º, n.º 1 da CRP), mas abrange igualmente os restantes poderes públicos, como a Administração Pública (cf. art. 266.º, n. 1 e 2 CRP).

¹²¹ Cf. GUSTAVO DA SILVA BOTELHO, *ob. cit.*, p. 104 e ss; JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “A igualdade de tratamento dos accionistas na OPA”, in *DSR*, Ano 2, Vol. 3, Março 2010, p. 93.

Assim sendo, o princípio da igualdade, no domínio societário, constitui um limite à atuação dos titulares do poder societário, no sentido de que, apesar de não assegurar um tratamento igual aos acionistas, assegura-lhes um tratamento neutral, isto é, um tratamento não discriminatório ou arbitrário¹²².

Regressando ao caso em estudo, e em conclusão, dir-se-á que o princípio da igualdade de tratamento dos sócios, de base infraconstitucional, e com o conteúdo suprarreferido, não constitui fundamento jurídico suficiente para que se considere ilegal ou discriminatória a não atribuição, pelo oferente controlador, de um “direito de saída” aos acionistas minoritários. Isto porque, não está o oferente controlador a extrapolar a lei e a utilizar a sua posição de poder para introduzir diferenciações arbitrárias entre acionistas, sendo essa mesma diferenciação arbitrária expressamente introduzida pela lei, no art. 27.º, n.º 3 do CVM.

Assim sendo, e tendo em conta que, numa interpretação literal da norma do art. 27.º, n.º 3 do CVM é esse mesmo preceito que introduz um verdadeiro tratamento diferenciado entre acionistas, reconhecendo um direito de alienação potestativa aos acionistas que sejam confrontados com a perda da qualidade de sociedade aberta por decisão da A.G., mas já não àqueles que se vejam confrontados com a referida perda nos casos em que a mesma ocorra na sequência de uma OPA, é sobre a referida norma, numa sua interpretação literal, que deverá recair um juízo constitucionalidade, sob o prisma do princípio da igualdade.

O princípio da igualdade, permite (e até exige) o estabelecimento de diferenciações de tratamento entre os sujeitos, atribuindo ao legislador ampla margem de conformação para, dentro dos limites constitucionais, determinar quais os critérios que deverão regular as situações e relações da vida. Contudo, este princípio, na sua dimensão de proibição do arbítrio, funciona como um limite ou controlo externo e negativo da atuação dos poderes públicos, onde se inclui o legislador, ditando que o mesmo apenas estabeleça ou introduza

¹²² Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *ob. cit.*, *Direito (...)*, p. 119 e ss; JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, *ob. cit.*, “A igualdade (...)”, p. 96 e 97.

diferenças entre sujeitos quando as mesmas encontrem fundamento em critério material bastante e sejam exigíveis e razoáveis¹²³¹²⁴.

Ademais, o princípio da igualdade exige que qualquer diferenciação “*passse o teste da proibição do excesso*”¹²⁵. Assim sendo, as diferenciações de tratamento têm que se basear na existência de uma verdadeira e objetiva diferença entre os sujeitos objeto da diferenciação, têm que ter um fundamento ou fim sério e legítimo segundo o ordenamento constitucional e têm, ainda, que se revelar necessárias, adequadas e proporcionais, quer quanto às razões que justificam a diferença entre os sujeitos, quer quanto à medida da diferença verificada entre os sujeitos, quer ainda quanto ao fim ou finalidades que visam atingir¹²⁶.

Face ao exposto, e à luz do princípio da “*igualdade proporcional*” dever-se-ão ponderar os interesses subjacentes à decisão de diferenciação tomada pelo legislador entre no regime da perda da qualidade de sociedade aberta e aferir se essa mesma diferenciação é, no contexto, razoável, justificada e proporcional.

Como temos vindo a referir ao longo do presente estudo, existe efetivamente uma diferença fáctica entre os acionistas quando a perda da qualidade de sociedade aberta resulte de uma decisão da A.G. ou ocorra na sequência de uma OPA, uma vez que no último caso os acionistas poderão ter tido condições para transmitir as suas ações e desinvestir da sociedade, no caso de não pretendem permanecer na mesma depois da perda da qualidade de sociedade aberta. Contudo, e como também já concluímos supra, o direito de alienar as ações no seio da OPA nem sempre existe e mesmo que exista, nem sempre é atribuído aos acionistas nas condições e termos previstos no art. 27.º, n.º 3 do CVM.

Nestes termos, a norma do art. 27.º, n.º 3 do CVM, numa interpretação literal, ao consagrar apenas um direito de alienação potestativa nos casos do art. 27, n.º 1, al. b) do CVM, mas

¹²³ Neste sentido, e reiterando anterior jurisprudência constitucional, o acórdão do TC n.º 436/2016, de 13 de Julho de 2016.

¹²⁴ Cf. GOMES CANOTILHO E VITAL MOREIRA, *ob. cit.*, *Constituição (...)*, p. 340; JORGE MIRANDA E RUI MEDEIROS, *ob. cit.*, *Constituição Portuguesa (...)*, pág. 223.

¹²⁵ Cf. JORGE REIS NOVAIS, *Os Princípios Constitucionais Estruturantes da República Portuguesa*, Coimbra Editora, 2004, p. 112 a 114.

¹²⁶ Neste sentido, veja-se o acórdão do TC n.º 353/2012, de 5 de Julho de 2012, cujo entendimento foi reiterado nos acórdãos n.ºs 187/2013, de 5 de Abril de 2013 e n.º 413/2014, de 30 de Maio de 2014.

já não nos casos do art. 27.º, n.º, al. a) do CVM, não respeita o princípio da igualdade, na medida em que o tratamento diferenciado que consagra entre acionistas não é proporcional à medida da diferença existente entre os sujeitos que, repita-se, poderá nem existir.

O objetivo do legislador, caso se entenda que o estabelecimento do tratamento diferenciado terá sido intencional, terá sido o de garantir a eficácia ou sucesso da OPA antecedente à perda da qualidade de sociedade aberta, isto é, garantir que os a decisão dos acionistas de manutenção do investimento ou de desinvestimento na sociedade ocorresse (se concentrasse) no âmbito da OPA previamente lançada à perda da referida qualidade. Isto porque, caso os acionistas soubessem de antemão que teriam uma possibilidade posterior de alienar as suas ações no caso de posterior perda de qualidade de sociedade aberta, poderiam “adiar” essa decisão para um momento posterior, isto é, para o momento da perda da referida qualidade, não assumindo o risco que é inerente à lógica da negociação em mercado.

Nestes termos, compreende-se que caso o art. 27.º, n.º 3 prevísse sempre a atribuição de um “direito de saída” aos acionistas em caso de perda da qualidade de sociedade aberta na sequência de uma OPA, essa mesma previsão teria repercussões nefastas no próprio funcionamento e sucesso das OPAs.

Contudo, a norma contida no art. 27.º, n.º 3 do CVM, tal qual interpretada no sentido de que a mesma nega, em toda e qualquer situação, um “direito de saída” a estes acionistas, é inconstitucional, por violação do princípio da igualdade, na sua vertente de “igualdade proporcional”, uma vez que a referida finalidade, prosseguida pelo legislador, de proteção ou garantia da efetividade das OPAs poderia ter sido alcançada por via de um meio, igualmente eficaz, mas menos lesivo e interferente da esfera jurídica dos acionistas¹²⁷. Isto porque, e como veremos de seguida, para assegurar a efetividade das OPAs não é necessário privar os acionistas minoritários de tutela.

Por outro lado, o benefício que se alcança com o referido preceito, - o regular funcionamento das OPAs – é menor e menos importante do que o prejuízo que do mesmo decorre para os

¹²⁷ Cf. VITALINO CANAS, *O Princípio da Proibição do Excesso na Conformação e no Controlo de Atos Legislativos*, Coleção teses de doutoramento, Almedina, 2017, p. 605; JORGE REIS NOVAIS, *ob. cit.*, *Os Princípios (...)*, p. 171.

acionistas minoritários, que ficam “presos” à sociedade e sujeitos à atuação do acionista controlador, não encontrando forma de alienar as suas ações, a não ser pela via da sua venda por valores irrisórios ao acionista controlador.¹²⁸.

Perante a inconstitucionalidade da norma do art. 27.º, n.º 3 do CVM, na sua interpretação literal, importa, conferir à norma um sentido constitucionalmente válido e que concilie adequadamente o interesse em garantir a efetividade das OPAs antecedentes à perda da qualidade de sociedade aberta e, por outro lado, o interesse na tutela dos acionistas minoritários. É o que procuraremos fazer nas próximas linhas.

Como ponto de partida, importa retomar a ideia principal de que o objetivo do legislador, com a previsão de um direito de alienação no art. 27.º, n.º 3 do CVM terá sido o de assegurar que, em caso de perda da qualidade de sociedade aberta, a todos os acionistas é dada a oportunidade de saírem da sociedade, a um preço justo e equitativo, segundo as regras do art. 188.º do CVM. E, no máximo, poder-se-á entender que o legislador não terá consagrado um “direito de saída” aos acionistas no presente caso em estudo por considerar que a OPA antecedente asseguraria aos acionistas uma possibilidade de alienação das suas ações a um preço justo e equitativo. Em consequência, não será sensato considerar que o legislador terá pretendido, com o art. 27.º, n.º 3, negar aos acionistas minoritários condições justas e equitativas de saída da sociedade, perante uma alteração estrutural da sua posição jurídica como a que se verifica no caso em estudo.

Assim sendo, consideramos que a referida norma poderá (e deverá) ser interpretada no sentido de que, no caso de a OPA antecedente não conceder uma tutela satisfatória aos acionistas minoritários, essa mesma tutela, por via da atribuição de um direito de alienação potestativa, deverá ser concedida aos acionistas em sede de perda da qualidade da sociedade aberta.

¹²⁸ Segundo VITALINO CANAS (cf, ob. cit., *O Princípio (...)*, p. 805.), o princípio da proporcionalidade, na sua dimensão de proporcionalidade em sentido estrito, exige que o meio escolhido pelo legislador produza efeitos positivos na satisfação de bens, interesses ou valores, com uma importância superior face aos efeitos negativos que produz sobre a satisfação de bens, interesses ou valores colidentes. Isto é, segundo o referido princípio, os efeitos positivos acrescentados pela norma deverão ser mais importantes do que os negativos, sendo que a relação de importância dos efeitos é aferida com base no critério da liberdade, isto é, ponderando a liberdade que se perde e que se ganha com a norma legislativa.

A este propósito, há que distinguir duas situações.

No caso de a OPA antecedente à perda da qualidade de sociedade aberta ser uma OPA obrigatória ou, sendo uma OPA voluntária, o oferente a sujeitar às regras da OPA obrigatória, quanto aos requisitos do carácter geral da OPA e da contrapartida mínima, e desde que no âmbito da OPA seja explicitamente comunicada a intenção de o oferente vir a promover a perda da qualidade de sociedade aberta, é seguro afirmar que aos acionistas minoritários é dada a oportunidade, no contexto da OPA, de saírem da sociedade a um preço justo e equitativo e de, por isso, ponderarem devidamente a sua manutenção na sociedade em caso de perda da referida qualidade. Consequentemente, e caso o oferente venha posteriormente a promover a perda da qualidade de sociedade aberta, porque já foi dada no contexto da OPA uma oportunidade de saída aos acionistas nos mesmos termos do art. 27.º, n.º 3 do CVM, não deverá ser dado um novo “direito de saída” aos acionistas, aquando da perda da qualidade de sociedade aberta. Existe, como temos vindo a referir, fundamento racional para isto ser assim.

Já nos casos em que o oferente lance uma OPA antecedente que seja voluntária e opte por não a dirigir a todos os acionistas e por não respeitar as regras da contrapartida mínima, deverá ser posteriormente reconhecido aos acionistas minoritários, aquando da perda da qualidade de sociedade aberta, um “direito de saída” idêntico ao previsto no art. 27.º, n.º 3 do CVM, uma vez que aos acionistas não foi dada a oportunidade de saírem da sociedade a um preço justo e equitativo.

A solução que propomos, no caso *sub judice*, é aquela que, no nosso entendimento, melhor resolve o conflito de interesses em jogo e assegura o respeito pelo princípio da igualdade, uma vez que, se, por um lado, determina que, no caso de a OPA se sujeitar ao regime da OPA obrigatória, os acionistas assumam o risco de investimento ou desinvestimento na OPA, garantindo o sucesso e efetividade da mesma e negando um posterior “direito de saída”, por outro lado, no caso de a OPA não cumprir com idênticos requisitos, tutela adequadamente os interesses dos acionistas, reconhecendo-lhes posteriormente um “direito de saída” aquando da perda da qualidade de sociedade aberta nos termos do art. 27.º, n.º 3 do CVM.

Já se assinalou anteriormente que a CMVM, no âmbito da sua função regulatória de proteção dos investidores (minoritários), estará em condições de impor, como condição para a sua decisão de declaração da perda da qualidade de sociedade aberta, a concessão de uma tutela efetiva aos acionistas minoritários, através do reconhecimento aos mesmos de um “direito de saída”. Nestes termos, caberá à CMVM, advertir o oferente¹²⁹ que demonstre a sua intenção de, após a OPA, promover a perda da qualidade de sociedade aberta, do facto de que o mesmo poderá contornar a posterior obrigação de atribuir um direito de alienação potestativa aos acionistas em caso de perda da qualidade de sociedade aberta, desde que lance uma OPA antecedente que assegure, nos termos já expostos, um “direito de saída” em condições justas e equitativas.

¹²⁹ Não só o oferente, mas também os destinatários da oferta, deverão estar cientes, sendo disso informados pela CMVM, que o lançamento, pelo oferente, de uma OPA que atribua a possibilidade de os acionistas alienarem as suas ações a um preço justo e equitativo, isentará o mesmo de posteriormente, na sequência dessa OPA, ter de lhes reconhecer um “direito de saída” aquando da perda da qualidade de sociedade aberta.

§5. Conclusões

Após a investigação traçada supra, cumpre apresentar as principais conclusões do presente trabalho, quanto à questão de saber se, e em que circunstâncias, deverá ser reconhecido aos acionistas que sejam confrontados com a perda da qualidade de sociedade aberta na sequência de uma OPA, um verdadeiro “direito de saída” ou de desinvestimento da sociedade.

- I. O legislador, por considerar que a perda da qualidade de sociedade aberta constitui uma alteração substancial da sociedade, que tem um grande impacto na posição social e patrimonial dos acionistas, sendo inexigível a sua manutenção na sociedade, reconheceu-lhes, a todos, por via do art. 27.º, n.º 3 do CVM, um direito de alienação, a um preço justo e equitativo, nos casos em que os mesmo se vejam confrontados com a perda da qualidade de sociedade aberta, decorrente de uma decisão da A.G. (cf. art. 27.º, n.º 1, al. b) do CVM);
- II. A não consagração de um idêntico direito para os acionistas minoritários no caso de a perda da qualidade de sociedade aberta ocorrer na sequência de uma OPA (cf. art. 27.º, n.º 1, al. a) do CVM) generalizou-se, por via da Reforma de 2006, a todos os casos em que o oferente, na sequência de uma OPA anterior geral, alcançou 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, podendo promover a perda da qualidade de sociedade, mas que, por não ter alcançado 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta, aos acionistas minoritários não será possível lançar mão do direito de alienação potestativo previsto no art. 196.º do CVM;
- III. A não consagração de um “direito de saída” nestas situações é defendida, por parte da doutrina, que invoca, como argumento, o facto de a OPA anterior à perda da qualidade já ter permitido aos acionistas ponderarem devidamente a sua manutenção na sociedade, e, caso assim o entendam, desinvestir, alienando as suas ações ao oferente no âmbito da OPA. Tal possibilidade não terá sido concedida aos acionistas anteriormente à perda da qualidade por decisão da A.G., razão pela qual o art. 27.º, n.º 3 do CVM apenas consagra um direito de alienação potestativa neste último caso;

- IV. Contudo, e como procurámos demonstrar ao longo do presente trabalho, a OPA antecedente à perda da qualidade de sociedade aberta poderá não abranger todos os acionistas, e, poderá, igualmente, não respeitar as regras da contrapartida mínima previstas no art. 188.º do CVM. Assim sendo, a “possibilidade” de desinvestimento que é concedida aos acionistas por força da OPA anterior à perda da qualidade de sociedade aberta, poderá não existir, e caso exista, poderá não assegurar a saída da sociedade a um preço justo e equitativo;
- V. Deste modo, uma interpretação da norma contida no art. 27.º, n.º 3 do CVM, no sentido de que a mesma não atribui, em qualquer circunstância, um “direito de saída” aos acionistas aquando a perda da qualidade na sequência de uma OPA anterior, viola o princípio da igualdade, tal qual constitucionalmente consagrado, ao introduzir uma diferenciação arbitrária e desproporcional entre os acionistas que se encontrem perante a perda da referida qualidade nos termos da alínea a) ou b) do n.º 1 do art. 27.º do CVM;
- VI. Assim sendo, consideramos que a referida norma poderá (e deverá) ser interpretada no sentido de que, no caso de a OPA antecedente não conceder uma tutela satisfatória aos acionistas minoritários, essa mesma tutela, por via da atribuição de um direito de alienação potestativa, deverá ser concedida aos acionistas em sede de perda da qualidade da sociedade aberta.
- VII. Com efeito, e por um lado, caso o oferente lance uma OPA antecedente que seja voluntária e que não cumpra com o regime das OPAs obrigatórias no que toca aos requisitos do carácter geral da oferta e da contrapartida mínima, deverá ser reconhecido aos acionistas minoritários um posterior “direito de saída” aquando da perda da qualidade de sociedade aberta, nas condições previstas no art. 27.º, n.º 3, na medida em que, no contexto da OPA, não foi dada a todos os acionistas a oportunidade de saírem da sociedade a um preço justo e equitativo;
- VIII. Em alternativa, o oferente poderá “contornar” a necessidade de posteriormente, aquando da perda da qualidade de sociedade aberta, ter de reconhecer um direito de alienação potestativa aos acionistas minoritários, garantindo, por esta via, a efetividade da sua OPA, lançando uma OPA que a todos atribua um “direito de saída”

da sociedade a um preço justo e equitativo. Tal acontecerá quando o mesmo lance uma OPA obrigatória ou, sendo voluntária, quando a sujeite aos requisitos das OPAs obrigatórias quanto ao carácter geral da oferta e ao valor da contrapartida mínima.

- IX. Caberá à CMVM, enquanto entidade responsável por garantir o cumprimento dos requisitos previstos para a perda da qualidade de sociedade aberta assegurar que, por uma ou outra das referidas vias alternativas, a todos os acionistas será assegurada a possibilidade de “saída” da sociedade em condições justas e equitativas.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE

Curso de Direito Comercial, Das Sociedades, Vol. II, Coimbra, Almedina, 2019

AGUIAR, CONCEIÇÃO

“Sobre a Perda da Qualidade de Sociedade Aberta”, in *CadMVM*, N.º 30, Agosto, 2008, p. 79 a 90, disponível em:

<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/b9928c83e59448f1ba511879b79204b9CadernosMVM31.pdf>

ALBUQUERQUE, MIGUEL RODA DE

“Direito de exoneração dos acionistas nas sociedades por quotas e nas sociedades anónimas”, in *RDS*, Ano IV, N.º I, 2012, p. 147 a 177.

ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE

Sociedades Comerciais, Coimbra, Coimbra Editora, 4.ª Ed., 2006

“Sociedades abertas”, in *AA.VV. Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra, Coimbra Editora, pp. 9 a 49

ANTUNES, ANA FILIPA MORAIS

“O instituto da aquisição tendente ao domínio total (artigo 490.º do CSC): um exemplo de uma expropriação legal dos direitos dos minoritários?”, in *Nos 20 anos do código das sociedades comerciais: homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Vol. II, Coimbra Editora, 2007, p. 203-253

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA

“A igualdade de tratamento dos accionistas na OPA”, in *DSR*, Ano 2, Vol. 3, Março 2010, p. 89 a 111

“O artigo 490.º do CSC –propriedade corporativa, propriedade privada, igualdade de tratamento”, in *AAVV, Estudos em Comemoração dos Cinco Anos da Faculdade de Direito do Porto*, Coimbra, Coimbra Editora, 2001.

Sociedades em Relação de Grupo, Almedina, 2.ª Ed., 2002

BOTELHO, GUSTAVO DE SOUSA

O Direito de exoneração do acionista minoritário – A saída da sociedade aberta após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas, Tese de Mestrado e Ciências Jurídicas Empresariais, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, 2014

BAPTISTA, DANIELA FARTO

O Direito de Exoneração dos Acionistas – Das suas Causas, Coimbra, Coimbra Editora, 2005

CÂMARA, PAULO

“Conflito de interesses no direito financeiro e societário: Um retrato Anatómico”, in *Conflito de interesses no direito societário e financeiro: um balanço a partir da crise financeira*, Paulo Câmara [et al.], Coimbra, Almedina, 2010

Manual de Direito dos Valores Mobiliários, Almedina, 4.ª Ed., Coimbra, 2018

CANAS, VITALINO

O Princípio da Proibição do Excesso na Conformação e no Controlo de Atos Legislativos, Coleção teses de doutoramento, Almedina, 2017

CANOTILHO, GOMES

Direito Constitucional e Teoria da Constituição, 7.ª Ed., Coimbra, Almedina, 2003

CANOTILHO, GOMES e MOREIRA, VITAL

Constituição da República Portuguesa Anotada, Coimbra Editora, 4.ª Ed. Revista, 2007

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES

“A lealdade no direito das sociedades”, in *ROA*, Ano 66, Vol. III, Dezembro 2006, disponível em:

<https://portal.oa.pt/comunicacao/publicacoes/revista/ano-2006/ano-66-vol-iii-dez-2006/doutrina/antonio-menezes-cordeiro-a-lealdade-no-direito-das-sociedades/>

Direito das Sociedades, Vol. I - Parte Geral, Coimbra, Almedina, 2016

COSTA, M. J. ALMEIDA e MENDES, EVARISTO

“Transmissão de acções tituladas nominativas”, in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, Ano 139, N.º 3959, 2009, Coimbra, Coimbra Editora, p. 66 a 97

CUNHA, PAULO OLAVO

Direito das Sociedades Comerciais, 7.ª Ed., Almedina, 2019

FERREIRA GOMES, JOSÉ

“Conflito de interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador”, in *Conflito de interesses no direito societário e financeiro: um balanço a partir da crise financeira*, Paulo Câmara [et al.], Coimbra, Almedina, 2010

FERREIRA, JULIANO

“Sociedade com o capital aberto ao investimento do público: Relevância da lei pessoal na aquisição e perda da qualidade de sociedade aberta, in *RDS*, Ano IX, N.º 2, Almedina, 2017, p. 219-254

FERREIRA, MANUEL REQUICHA

Perda da qualidade “sociedade aberta”, Relatório do curso de Mestrado em Ciências Jurídico-Bancárias, Seminário de Direito dos Valores Mobiliários, Lisboa, Faculdade de Direito de Lisboa, 2009

FONSECA, TIAGO SOARES DA

O direito de exoneração do sócio no código das sociedades comerciais, Coimbra, Almedina, 2008

FRADA, MANUEL A. CARNEIRO

“A business judgement rule no quadro dos deveres gerais dos administradores”, in *ROA*, Ano 67, Vol. I, Janeiro 2017, disponível em:

<https://portal.oa.pt/comunicacao/publicacoes/revista/ano-2007/ano-67-vol-i-jan-2007/doutrina/manuel-a-carneiro-da-frada-a-business-judgement-rule-no-quadro-dos-deveres-gerais-dos-administradores/>

FRADA, MANUEL A. CARNEIRO e GONÇALVES, DIOGO COSTA

“Perda da Qualidade de Sociedade Aberta – (Delisting de Ações) e Tutela dos Acionistas Minoritários”, *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 51, Vol. I, Agosto 2015, p. 23 a 45, disponível em:

http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/CMVM_Amadeu%20Ferreira%20Vol%20I.pdf

HENDERSON M. TODD e EPSTEIN, RICHARD A.

“Introduction to «The Going-private Phenomenon: Causes and Implications»”, University of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 439, 2008, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1269524

JENSEN, MICHAEL C.

“Eclipse of the Public Corporation”, *Harvard Business Review*, 1989, revisto em 1997, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146149

MACEY, JONATHAN e O’HARA, MAUREEN e POMPILIO, DAVID

“Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process”, 2005, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=583401

MENDES, EVARISTO

“Aquisições potestativas no artigo 490 do CSC após a Reforma de 2006 e procedimento justo”, *V Congresso DSR*, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 343-400, disponível em: evaristomendes.eu

“A validade e eficácia das cláusulas estatutárias restritivas da livre transmissibilidade das ações no direito português (com apêndice de direito comparado)”, disponível em: *evaristomendes.eu*

“Exoneração de sócios. Direito geral de exoneração por justa causa nas sociedades por quotas?”, in AAVV., *II Congresso de DSR*, Coimbra, Almedina, 2012

MENDES, MANUEL FRAGOSO

“Entre o temerário e o diligente – A business judgement rule e os deveres dos administradores. Da sua origem à implementação no ordenamento jurídico português”, in *RDS*, Ano VI, N.º 3/4, 2014

MIRANDA, JORGE E MEDEIROS, RUI

Constituição Portuguesa Anotada, Tomo I, Coimbra Editora, 2005

NASCIMENTO, ANA RITA

“Direitos dos sócios na aquisição tendente ao domínio total: pressupostos e concretização”, in *RDS*, Ano III, N.º 4, 985-1025

NOVAIS, JORGE REIS

Os Princípios Constitucionais Estruturantes da República Portuguesa, Coimbra Editora, 2004

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE

Manual de Governo das Sociedades, Coimbra, Almedina, 2017

Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade. Por um Critério Unitário de Solução do «Conflito do Grupo», Dissertação de doutoramento, Coimbra, Almedina, 2012

OLIVEIRA, MADALENA PERESTRELO DE

“A «inexigibilidade» na relação contratual: interpretação do contrato e heteronomia”, in *O Direito*, Ano 145.º, Vol. III, 2013, p. 523 a 553

“Going Dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, in *RDS*, Ano VI, n.º 3-4, 2014, Coimbra, Almedina, 2014, p. 589 a 616

PEREIRA, MARIA MARIANA DE MELO EGÍDIO

“A aquisição tendente ao domínio total. Breves reflexões sobre o artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais”, in *O Direito*, Ano 140.º, Vol. IV, 2008, p. 923 a 971

SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS

Estrutura associativa e participação societária capitalística: contrato de sociedade, estrutura societária e participação do sócio nas sociedades capitalísticas, Coimbra, Coimbra Editora, 2006.

SANTOS, HUGO LUZ DOS

“A perda da qualidade de sociedade aberta (delisting de participações sociais): a tutela dos sócios minoritários, o direito de propriedade, e o dever de lealdade dos administradores das sociedades comerciais (com uma breve passagem em Macau e Hong Kong)”, in *DSR*, Vol. VIII, N.º 4, Almedina, 2016, p. 893 a 929

SILVA, PAULA COSTA E, e REIS, NUNO TRIGO DOS

“A Perda da Qualidade de «Sociedade Aberta» em Consequência de Oferta Pública de Aquisição. O Modelo de Concordância Prática de Interesses no Direito Mobiliário Português”, in *CadMVM*, n.º 51, Vol. I, Agosto 2015, p. 45 a 80, disponível em:

http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/CMVM_Amadeu%20Ferreira%20Vol%20I.pdf

THOMSEN, STEEN e VINTEN, FREDERIK

“Delistings in Europe and the Costs of Governance”, *Center for Corporate Governance Copenhagen Business School*, 2007, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=986603

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE

A participação social nas sociedades comerciais, Coimbra, Almedina, 2.ª Ed., 2014

“Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, in *DSR*, Ano 2, Vol. 3, Coimbra, Almedina, Março 2010, p. 11 a 49

WRIGHT, MIKE e SIMONS, TOMAS e RENNEBOOG, LUC

“Why Do Public Firms Go Private in the UK?”, 2006, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=873673

ZETZCHE, DIRK

“Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting”, in *Center for Business and Corporate Law Research Paper Series – Paper n.º 0053/2013*, 2014, disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2387712