



REFLEXÕES

Revista Científica da
Universidade Lusófona do Porto

Nº 2
2º Semestre 2007

"justica célere"⁵⁴.

Em suma, defendo que se aperfeiçoe a tutela célere dos direitos, onde tal seja necessário e possível, sem contudo ceder à tentação de – repito – transformar a tutela cautelar no que ela não é.

54. Sobre as alternativas à tutela cautelar, no quadro de necessidade urgente ou célere de tutela, cfr. LUIZ GUILLERME MARENINI, *Tutela cautelar e tutela antecipatória*, São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1992, pp. 83 e ss.

A Oferta Pública de Aquisição Tendente ao Domínio Total

César Manuel Ferreira Pires

Este artigo faz parte de uma série de comentários a respeito da proposta de Código Civil elaborada pelo Conselho Federal da OAB, intitulada "O Código Civil Brasileiro: Projeto de Código Civil para o Brasil". O autor é professor da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, membro da Academia Paulista de Direito e da Academia Brasileira de Ciências Jurídicas. É autor de "A Proposta de Código Civil Brasileiro: Projeto de Código Civil para o Brasil" (Revista de Direito Civil, v. 1, n. 1, 2000), "O Projeto de Código Civil Brasileiro: Projeto de Código Civil para o Brasil" (Revista de Direito Civil, v. 1, n. 2, 2000) e "O Projeto de Código Civil Brasileiro: Projeto de Código Civil para o Brasil" (Revista de Direito Civil, v. 1, n. 3, 2000).

Principais abreviaturas utilizadas

Al.-Alinea	Art./Artº. Artigo
Cf.-Confrontar	CPCM-Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários
CSC-Código de Processo Civil	CSC-Código das Sociedades Comerciais
CVM-Código dos Valores Mobiliários	CVM-Código dos Valores Mobiliários
Ob. Cit.-Obra citada	OPA-Oferta Pública de Aquisição
R.OA-Revista da Ordem dos Advogados	P.-Página(s)
Ult. Ob. cit.-Última Obra Citada	ROA-Revista da Ordem dos Advogados

I – Enquadramento geral do tema

1.1. A noção de Sociedade Aberta

A expressão «sociedade aberta» é a abreviatura simplista da expressão mais alargada «sociedade com capital aberto ao investimento público», como se verifica pela leitura do nº 1 do artº 13 do Código dos Valores Mobiliários¹. Por outro lado, a expressão «sociedade com capital aberto ao investimento público» veio substituir as expressões «sociedade de subscrição pública» e «sociedade com subscrição pública», conforme se afere do artigo 7º do D.L. 486/99, de 13 de Dezembro, que aprovou o CVM.

As sociedades abertas são, comumente, conhecidas como um tipo doutrinal de sociedade, na maior parte das vezes sociedades anónimas e em comandita por acções, que permitem que qualquer investidor ou sócio/investidor possa, num mercado de capitais, nomeadamente Bolsa de Valores, adquirir ou alienar acções. Tais aquisições e/ou alienações podem ter como objectivo obter uma participação tal que permita ao investidor deter acções que lhe permitam participar activamente na “vida societária”, ou permitir, apenas, a participação nos lucros da sociedade e/ou obter um ganho com a diferença entre o montante dispendido na compra e o montante obtido com a venda das acções.²

Os critérios para atribuição da natureza de Sociedade Aberta estão previstos na norma contida no artigo 13º do CVM (cf. a remissão do art. 49º, nº 7 do CSC), ou seja, serão consideradas sociedades abertas aquelas que:

- Setenham constituído através de oferta pública de subscrição dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal;
- Sejam emitentes de acções ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou à aquisição de acções que tenham sido objecto de oferta pública de subscrição dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal;

¹ De ora em diante, todos os artigos citados, sem qualquer outra indicação, são do Código de Valores Mobiliários (CVM).

² Abreu, Jorge Manuel Coutinho, *Curso de Direito Comercial*, Almedina, 2002, p. 70 e 71.

- Sejam emitentes de acções ou de outros valores mobiliários que confiram direito à subscrição ou aquisição, que estejam ou tenham estado admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal;

- Sejam emitentes de acções que tenham sido alienadas em oferta pública de venda ou de troca em quantidade superior a 10% do capital social, dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal;

- Resultem de cisão de sociedade aberta ou que incorpore, por fusão, a totalidade ou parte do seu património.

A qualificação de uma sociedade como sociedade aberta releva, por exemplo, no seio do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição (art. 187º, n.º 1 do CVM). Por outro lado, e no que respeita à matéria objecto do presente estudo, no artigo 194º n.º 1 do CVM prevê-se a possibilidade de aquisição potestativa das acções remanescentes resultantes de oferta pública de aquisição geral em que seja visada sociedade aberta.

A atribuição da qualidade de sociedade aberta não significa que a sociedade detentora dessa designação não a possa perder, nomeadamente, a dispersão pelo público adquirir contornos limitados ou se a Assembleia Geral da sociedade, por maioria qualificada, deliberar a perda da suprareferida qualidade (cf. art. 27º do CVM).

1.2. A noção de Oferta Pública de Aquisição (OPA)

Uma oferta relativa a valores mobiliários é pública, de acordo com o n.º 1 do artigo 109º do CVM, quando é «dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados».

Além destes casos, será também pública, segundo o que vem vertido no n.º 3 do mesmo artigo 109º do CVM, a oferta que, não sendo dirigida a destinatários que possam ser considerados indeterminados, é dirigida à generalidade dos accionistas de sociedade aberta, ou é precedida ou acompanhada de prossecção ou recolha de intenções de investimento junto de destinatários indeterminados ou de promoção publicitária, ou é dirigida a pelo menos 100 pessoas que sejam investidores não qualificados com residência ou estabelecimento em Portugal.

A OPA, além de ser uma oferta pública, é também uma oferta de aquisição, ou seja, o oferente propõe-se adquirir valores mobiliários; assim, para alcançar tal intento, ele dirige uma proposta a todos os titulares de valores mobiliários, no sentido de que lhos transmitam, mediante um preço³. A Oferta Pública de Aquisição tanto se pode reportar a acções, como a outros valores mobiliários, nomeadamente, obrigações⁴.

A Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho⁵, no seu art. 2º, n.º 1, al. a), define Oferta Pública de Aquisição como uma oferta pública (que não pela sociedade visada) feita aos titulares de valores mobiliários de uma sociedade para adquirir a totalidade ou uma parte desses valores mobiliários, independentemente de essa oferta ser obrigatória ou voluntária, na condição de ser subsequente a aquisição do controlo da sociedade visada ou ter como objectivo essa aquisição do controlo nos termos do direito nacional.

A OPA consiste, assim, numa operação de aquisição de acções tendo em vista, em regra, a detenção do controlo de uma sociedade, e que se conduz a uma proposta dirigida aos titulares das acções desta sociedade para que as transmitem, mediante o pagamento de determinado preço, quase sempre superior ao seu valor de mercado (ou superior ao da sua cotação em Bolsa, se estiverem admitidas à negociação em mercado regulamentado).

II – A Aquisição Tendente ao Domínio Total

Apesar de se apontarem várias características a esta figura, a principal radica no direito de aquisição, por parte do sócio majoritariamente participante na sociedade, das acções de que são titulares os sócios minoritários e o direito de alienação das mesmas, de que estes são titulares em face daquele⁶.

O sócio dominante detém um verdadeiro direito potestativo de aquisição, ou seja, verificado o cumprimento de determinados requisitos⁷, o sócio dominante «passa a dispor, *ipso iure* e por simples manifestação de vontade, do poder de adquirir todas as acções» de que são titulares todos os sócios minoritários, da sociedade visada, ficando estes sujeitos a transmitirem-nas⁸.

A atribuição de tal direito resulta da necessidade de impedir que o sócio dominante fique impossibilitado de levar a cabo a sua estratégia, sem que a mesma possa vir a ser frustrada por sócios dissidentes, detentores de participações ínfimas no capital da sociedade participada.

Na outra face da moeda, a lei atribui a qualquer sócio minoritário da sociedade visada um direito potestativo de alienação das respectivas acções, a exercer em face do sócio dominante⁹. Tal direito decorre da possibilidade do sócio dominante não exercer o seu direito potestativo de aquisição e visa permitir que o sócio minoritário não perca o valor dos respectivos títulos, nem fique ligado a uma sociedade na qual já não pode exercer a influência que, eventualmente, detinha antes da aquisição efectuada pelo sócio dominante.

⁵ JO L 142/12, de 30/04/2004; de ora em diante designada como Directiva das OPA. Esta Directiva estabelecia o dia 20 de Maio de 2006, como data limite para que os Estados-membros a transpussem. No entanto, a mesma só foi respondida para o ordenamento jurídico português em 2 de Novembro de 2006, pelo Decreto-Lei n.º 219/2006.

⁶ Antunes, José A. Engraça, A Aquisição Tendente ao Domínio Total - Da sua Constitucionalidade -, Coimbra, 2001, p. 26.

⁷ Ver infra ponto IV.

⁸ Antunes, José A. Engraça, ob. cit., p. 27.

2.1. Aquisição Tendente ao Domínio Total no Código das Sociedades Comerciais e no Código de Valores Mobiliários.

Do exposto resulta uma semelhança entre o que vem estabelecido no Código das Sociedades Comerciais e no CVM, ou seja, a consagração de dois direitos potestativos, um de aquisição e outro de alienação.

No entanto, também neste âmbito se denota, desde logo, uma diferença no que concerne ao sujeito activo do direito de aquisição, ou seja, se no âmbito do CSC apenas se prevê o direito de aquisição a favor de uma pessoa colectiva (sociedade), no âmbito do CVM o sujeito titular desse mesmo direito tanto pode ser uma pessoa colectiva, como uma pessoa singular.

Além da referida diferença, outras se podem apontar:

a) A participação relevante: embora no CVM se mantenha o limitar geral de 90% referido no CSC, essa percentagem reporta-se aos direitos de voto correspondentes ao capital social, prevendo-se ainda critérios de imputação em sede de titularidade indirecta bastante mais alargados (cf. a remissão efectuada pelo artº 490º, nº 1 para o artº 483, nº 2 do CSC e a remissão efectuada pelo artº 194º, nº 1 para o artº 20º, nº 1 CVM).

b) Os pressupostos de validade e eficácia da aquisição potestativa pelo sócio dominante, resultante do facto de num caso não existir mercado regulamentado e noutras sim.

c) No domínio do exercício do direito de alienação potestativa pelos sócios minoritários da sociedade dominada; no âmbito do CVM existe a possibilidade da intervenção de uma entidade independente – CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) –, no caso do sócio dominante não fazer uma proposta de aquisição, no prazo de oito dias, após o convite feito pelo sócio minoritário.

d) A contrapartida patrimonial: no âmbito do CSC a contrapartida, consistente num valor pecuniário, acções ou obrigações é calculada de acordo com os valores mais elevados constantes de relatório independentemente elaborado, para o efeito, por revisor oficial de contas independentes das sociedades interessadas (artº 490º, nº 2 e 4 do CSC).

No âmbito do CVM, a contrapartida é determinada com recurso aos critérios estabelecidos no artº 188º (ex vi o disposto no art. 194º, n.º 1 do CVM) ou com base na presunção de que a contrapartida da oferta pública de aquisição geral e voluntária anterior corresponde a uma contrapartida justa (art. 194º, n.º 2 do CVM)¹⁰.

III – A Oferta Pública de Aquisição Geral e a Oferta Pública de Aquisição Parcial

3.1. Os Princípios da Generalidade e da Universalidade

3.1.1. O Princípio da Generalidade da Oferta

Conforme dispõe o artigo 173º do CVM, a Oferta Pública de Aquisição é dirigida a todos os titulares dos valores mobiliários que dela são objecto.

No âmbito de uma OPA Geral o oferente não estabelece qualquer quantidade ou percentagem máxima de títulos que se obriga a adquirir e, tendo a sociedade visada emitido várias categorias de valores mobiliários, não limita a sua oferta a uma ou a algumas dessas espécies ou categorias de valores mobiliários; aceitando, pois, todos os títulos, qualquer que seja a sua categoria, que os destinatários lhe resolvam apresentar dentro do período da oferta¹¹. E, mesmo no caso em que o oferente se limita a estabelecer um patamar mínimo para que a oferta se torne firme, ainda assim estamos perante uma OPA Geral.

Este Princípio da Generalidade da Oferta constitui uma decorrência do carácter público da oferta, dado que, ao dirigir-se a destinatários indeterminados, veda por completo a possibilidade do oferente escolher as acções a adquirir, prosseguindo-se um dos objectivos essenciais inherentes a este tipo de operações, ou seja, a inexistência de discriminação¹².

Além desta decorrência, está consagrada (no artº 112º do CVM) a possibilidade de recorrer a rateio sempre que a quantidade de valores mobiliários que são objecto das declarações de aceitação pelos destinatários seja superior à quantidade dos valores mobiliários pretendidos pelo oferente.

Tal facto surge devido à existência de OPA Parcial, ou seja, aquela que não visa a aquisição da totalidade das acções da sociedade visada, mas apenas de uma determinada percentagem ou quantidade desses valores¹³.

No entanto, se a possibilidade de recurso a rateio constitui uma forma de tratamento igualitário de todos os sócios, ela constitui, também, uma grave deturpação dos valores prosseguidos pelo CVM e pela Directiva das OPA, ou seja, não protege totalmente os sócios minoritários. Destarte, com o lançamento de uma OPA Parcial o accionista minoritário, devido à aplicação de rateio, pode não lograr transmitir todas as acções que detém ou, em último caso, nenhuma. Perante uma situação deste tipo, o accionista minoritário pode ver bloqueada a possibilidade de sair da sociedade e, tal facto, pode constituir graves prejuízos para o mesmo se, entretanto, as acções se desvalorizarem¹⁴.

Atendendo ao que se referiu anteriormente e a outros aspectos¹⁵ a

¹¹ Garcia, Augusto Teixeira, OPA - Da Oferta Pública de Aquisição e seu regime Jurídico, STVDIA IURIDICA

¹² Coimbra Editora, 1995.

¹³ Câmara, Paulo, O dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no novo Código de Valores Mobiliários, in "Direito dos Valores Mobiliários", Vol.II, Coimbra Editora, 2000, p.225.

¹⁴ Garcia, Augusto Teixeira, ob. cit., p. 65.

¹⁵ Câmara, Paulo, ob. cit., p. 227.

idoneidade das Ofertas Parciais como meio de protecção dos sócios minoritários é muito questionada, sendo a OPA Geral considerada aquela que tutela mais eficientemente o princípio da igualdade accionista¹⁶.

3.1.2. *O Princípio da Universalidade da Oferta*

As preocupações resultantes da existência de OPA Parcial levou o legislador a consagrarr o princípio da universalidade (*equal opportunity rule*) no âmbito das Ofertas Públicas de Aquisição Obrigatórias¹⁷, ou seja, o CVM estabelece que aquele que venha a adquirir participação em sociedade aberta que ultrapasse um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital fica com o dever de lançar uma OPA que abranja todas as acções emitidas pela sociedade visada e os valores mobiliários que dêem direito à sua aquisição ou subscrição.

A consagração de um regime de oferta pública obrigatória assenta na ideia geral de que os benefícios da aquisição de domínio sobre uma sociedade aberta devem ser compartilhados pelos accionistas minoritários.¹⁸

Apesar da consagração deste princípio, no que concerne às ofertas públicas de aquisição obrigatorias, da análise dos preceitos supra referidos verifica-se que nada impede a admissibilidade de ofertas públicas de aquisição parciais.

Parcece-nos que a Directiva das OPA pretende consagrar uma possibilidade que o actual CVM suprimiu, ou seja, no seu considerando nono refere que deve ser deixada, aos Estados-membros¹⁹, a possibilidade de consagrarem o dever de lançamento de OPA Parcial, como forma de proteger os accionistas.

Tal entendimento vem, posteriormente, aflorado no art. 5º, n.º 6 da Directiva das OPA. Dizemos aflorado porque este artigo da Directiva demonstra a hesitação do legislador comunitário na consagração do dever de lançamento de Oferta Pública de Aquisição Parcial, ou seja, apenas prevê a possibilidade de existência de "outros instrumentos destinados a proteger os interesses dos titulares de valores mobiliários", desde que "não entravem o desenrolar normal da oferta"; oferta esta reportada ao n.º 1 do artigo em análise, ou seja, à OPA Geral. Ora, como se sabe, a coexistência de OPA Geral e de OPA Parcial não é possível. Além de que, não nos parece que aqueles "outros instrumentos" possam incluir o dever de lançamento de OPA Parcial, dado que a mesma não protege totalmente os accionistas minoritários e, a inclusão de um dever deste género, não salvaguardará qualquer interesse.

Deste modo, entendemos que as Ofertas Públicas de Aquisição Parciais devem continuar, simplesmente, a ser admitidas como corolário do

princípio de liberdade de lançamento de ofertas²⁰.

Aliás, a fáliblidade das ofertas públicas de aquisição parciais, no que concerne à protecção dos sócios minoritários vem, expressamente, referida no ponto 12 do Preâmbulo do Decreto-Lei 486/99, de 13 de Dezembro, que aprovou o CVM.

3.2. *A importância da diferença entre OPA Geral e OPA Parcial no domínio da OPA Tendente ao Domínio Total.*

A importância da diferença mencionada em epígrafe, na Aquisição Tendente ao Domínio Total, é patente se atentarmos na "facti species" do artº 194º, n.º 1 CVM.

Assim, neste dispositivo legal estabelece-se como requisito essencial, para a entrada do direito potestativo de aquisição na esfera jurídica do sócio dominante, a existência de uma OPA Geral anterior que tenha conduzido este a uma situação de detenção de 90%, ou mais, dos direitos de voto correspondentes ao capital social²¹.

IV – A Oferta Pública de Aquisição Tendente ao Domínio Total no âmbito do CVM (artº 194º ss.)

4.1. *O que entender por necessidade da existência de OPA Geral anterior?*

Da leitura do nº 1 do artº 194º CVM colhemos, de imediato, uma certeza, ou seja, a possibilidade do sócio dominante adquirir potestativamente a totalidade das acções de uma sociedade aberta depende da existência de uma OPA Geral²².

O que não resulta totalmente claro é se essa OPA Geral tem que ser a última.

Imagine-se a seguinte situação:

O sócio *A*, detentor de 40% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade *B*, lança uma OPA Geral ou Parcial e, a partir do seu apuramento, passa a deter 70% dos direitos de voto correspondentes ao capital social. De acordo com o que vem estabelecido no artº 187º do CVM, e se não estivermos perante as situações previstas pelos artigos 189º e 190º, o sócio *A* está obrigado a lançar uma OPA Geral.

Se essa OPA Geral tiver como resultado a detenção, por parte do sócio *A*, de 80% dos direitos de voto correspondente ao capital social da sociedade *B*.

E se, num momento posterior, o sócio *A* lançar uma OPA Parcial para aquisição de 15% das acções ou valores mobiliários que confirmam o direito à sua subscrição ou aquisição, obtendo sucesso total.

Então, a questão que se pode formular é a seguinte:

20 Assim, também, Câmara, Paulo, ob. cit., p. 229.

21 Para mais desenvolvimentos, ver infra ponto 4.1.

22 Ver supra ponto 3.1.

16 Câmara, Paulo, ob. cit., p. 227.

17 A consagração do princípio da universalidade das OPA Obrigatórias no CVM está em consonância com o que vem previsto na Directiva das OPA (art. 5.º n.º 1).

18 Carta enviada pelo Presidente do grupo de trabalho encarregado da elaboração do Ante-projecto do CVM ao Ministro das Finanças (respectivamente, Carlos Almeida e António Souza Franco), in "Trabalhos preparatórios do CVM", Ministério das Finanças / Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, Dezembro de 1999.

19 A referência feita a Estados-membros deve ser entendida como Estados-membros da União Europeia.

Nesta situação, surgirá algum direito potestativo de aquisição dos restantes 5%, a favor do sócio dominante A?

Na nossa opinião, a resposta a esta questão terá que ser negativa.

Ora, vejamos:

1) Se considerássemos que a OPA Geral lançada pelo sócio A (que teve como consequência a detenção de 80% dos direitos de voto correspondentes ao capital social) pudesse legitimar a aquisição potestativa dos 5%, então, estariamos a admitir um resultado que o próprio oferente não quis obter. Isto porque se esse fosse o objectivo do oferente, este teria optado por uma OPA Geral em vez de uma OPA Parcial.

2) Além de que, do confronto do artº 187º com o artº 194º, denota-se que o legislador, se pretendesse subsumir esta situação no artº 194º, não teria consagrado uma OPA Geral anterior, ou seja, estabeleceria apenas, como requisito, o limiar dos 90%.

Consequentemente, poderá colocar-se a questão de saber qual a importância do problema suscitado, se na nossa perspectiva a OPA Tendente ao Domínio Total tem de ser uma OPA Geral.

A relevância do problema suscitado reside no facto de, se tal situação surgir, não se prevenir a “desvalorização e iliquidez dos [...] dos títulos”²³ dos sócios minoritários.

Com o que acabamos de referir emerge, também, mais um argumento para considerar que as OPA Parciais são falsoveis na protecção dos sócios minoritários.²⁴

4.2 O domínio superior a 90% resultante da OPA

Parece-nos clara a redacção do preceito relativamente ao limiar nele estabelecido, sendo apenas de referir que, no seu cálculo, ter-se-ão de imputar os direitos de voto que o sócio dominante tenha de forma directa ou por decorrência das situações previstas no art. 20º do CVM.

Uma consequência imediata resultante da detenção, por parte do sócio dominante, de 90% ou mais dos direitos de voto correspondentes ao capital social é a obrigação que impede sobre este de comunicar essa circunstância à CMVVM (art. 16º, n.º 1, a) do CVM).

4.2.1. O Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro (a transposição da Directiva das OPA)

Recentemente, o legislador aprovou o Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que transpõe, para o ordenamento jurídico português, a Directiva das OPA.

Este Decreto-Lei veio estabelecer um requisito adicional para que o sócio dominante possa exercer o seu direito potestativo de aquisição, ou seja, para possibilitar esse exercício é necessário que o sócio dominante passe a

deter, em consequência de OPA Geral, 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e tenha, também, adquirido 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.²⁵

Com a transposição da Directiva das OPA restringe-se o exercício do direito de aquisição potestativa e, consequentemente, o exercício do direito de alienação potestativa.

Assim, se configurarmos uma situação em que um sócio, detentor de 89% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, lança uma Oferta Pública de Aquisição Geral com vista à aquisição dos restantes 11% e na eventualidade desse só lograr adquirir 9% dos referidos 11% a que se propôs, então, este sócio dominante passa a deter 98% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, mas não pode adquirir potestativamente os restantes 2% porque não alcançou o patamar de 90% dos direitos de voto abrangidos por aquela OPA Geral.

Este exemplo demonstra que a intervenção legislativa não reflecte uma ponderação dos interesses dos sócios minoritários (que não pretendem que haja desvalorização e iliquidez dos seus títulos), nem dos interesses do sócio dominante (que não pretende que a sua estratégia seja impedida ou frustrada por sócios dissidentes, detentores de participações ínfimas no capital da sociedade).

Entendemos que o legislador português devia optar por uma solução legislativa idêntica à adoptada no ordenamento jurídico francês²⁶.

4.2.2. Breve análise comparativa com o Direito francês

Em termos de Direito comparado, verifica-se que na França apenas existe possibilidade de aquisição potestativa de acções quando, em resultado de uma oferta pública de aquisição²⁷, os accionistas minoritários sejam titulares de acções que não representem mais de 5% do capital ou de direitos de voto.²⁸

Desde logo se denota uma diferença muito visível, ou seja, o limiar esculhido pelo legislador francês foi estabelecido por referência à percentagem de capital ou de direitos de voto detidos pelos accionistas minoritários, enquanto que o nosso CVM estabelece o limiar por referência à percentagem detida pelo sócio dominante.

Além do mais, na França, o cálculo dos referidos 5%, não se faz apenas por referência aos direitos de voto correspondentes ao capital social mas, também, por referência ao capital social (o que não significa propriamente a mesma coisa²⁹).

E, de acordo com art. 237-1 do “Règlement général de l'autorité des

²³ No entanto, a Directiva das OPA deixa a liberdade aos Estados-membros para estabelecerem um limiar mais elevado, no que se refere à percentagem de direitos de voto correspondentes ao capital social que o sócio tem de passar a deter (art. 15º, n.º 2, 2º §). Apesar de tal prerrogativa conferida aos Estados-membros, o CVM manteve o limiar previsto anteriormente (alias, a manutenção deste limiar já vinha referida na Consulta Pública n.º 11/2005 da CMVVM, que tinha como enigrate “Ante-projecto de Diploma de Transposição da Directiva das OPA” (<http://www.cvmv.pt>, em 26 de Janeiro de 2007)).

²⁴ Ver infra ponto 4.2.2.

²⁵ Na França fala-se em “offre publique de retrait”, que traduzido à letra significa oferta pública de retirada. “Code monétaire et financier, art. L. 433-4, II”, in Code des sociétés et des marchés financiers, Dalloz Editions – Textes, jurisprudence, annotations, Edition 2002.

²⁶ Ver infra ponto 4.3.

²⁷ Antunes, José Enguiça, ob. cit., p. 22.

²⁸ Vé supra ponto 3.1.2.

marchés financiers” (com referência aos artigos 236-1, 236-2, 236-3, 236-4, do mesmo Regulamento), na França só nasce um direito protestativo de aquisição das acções remanescentes se, anteriormente, tiver existido uma OPA, por iniciativa do socio dominante ou por iniciativa dos sócios minoritários, resultante da detenção por aquele de pelo menos 95% dos direitos de voto³⁰. Assim, cremos que o legislador frances pretende que, numa primeira fase, não se obriguem os sócios minoritários a vender as acções remanescentes, procurando que estes as alienem por sua livre iniciativa.

4.3 O Direito protestativo de aquisição

Cumpridos os requisitos enunciados anteriormente, o socio dominante pode, no prazo de três meses³¹, a contar do momento do apuramento do resultado da OPA, adquirir as acções detidas pelos sócios minoritários.

A manifestação de vontade, por parte do socio dominante, de exercício do direito de aquisição das acções remanescentes não significa que este tenha de lançar nova OPA.

A partir do referido momento, o socio dominante fica investido num direito protestativo de aquisição das acções remanescentes. Tal aquisição

protestativa passa a poder ser exercida “kipso iure» e por simples manifestação de vontade³², dirigida aos sócios minoritários, que ficam sujeitos a uma transmissão forçada das respectivas acções.

No nosso entender o artº 194º do CVM não consagra um direito protestativo de “aquisição das acções que conferem os restantes direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade aberta”, conforme refere Alexandre Soveral Martins³³.

Isto porque, se atentarmos no referido dispositivo legal, verificamos que se por um lado o legislador estabeleceu como requisito necessário, para o surgimento do supra referido direito protestativo de aquisição, a detenção de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, por outro lado a referência que é feita às acções a adquirir não distingue as que conferem direito a voto, das que não conferem³⁴.

Este entendimento vem de encontro à necessária protecção dos sócios minoritários.

4.4 A decisão de exercício do direito protestativo de aquisição e as suas implicações imediatas

4.4.1. O anúncio preliminar

³⁰ Este regulamento francês estatuiu tal consequência por referência ao que vem estabelecido no art. 433-4 do “Code monétaire et financier”. Note-se, também, que para se determinar se o socio dominante detém 95% dos direitos de voto, tem que se levar em linha de conta os acordos celebrados entre este e outras pessoas com vista à aquisição de direitos de voto (art. 233-10 do “Code de Commerce”).

³¹ Este prazo era de seis meses até à entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro.

³² Antunes, José Engrácia, ob. cit., p.27

³³ Martins, Alexandre Soveral, “Valores Mobiliários (Acções)”, IDET, Almedina, 2003, p. 60.

³⁴ Assim, também Raul Ventura, “Ofertas Públicas de Aquisição e Venda de Valores mobiliários”, in Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Manuel Gomes da Silva, Faculdade de Direito de Lisboa, Coimbra Editora, 2001, p. 308 e 309.

A partir do momento em que o socio dominante toma a decisão de aquisição deve publicar de imediato o anúncio preliminar (art.º 194, n.º3 do CVM). O anúncio preliminar deve ser publicado no Boletim da Euronext Lisboa e divulgado através do Sistema de Diffusão de Informação, da CMVM, na rubrica OPA.

Após a publicação do anúncio preliminar deve o mesmo ser enviado à CMVM para efeitos de registo.

4.4.1.1. Conteúdo do anúncio preliminar

O anúncio preliminar deve conter, nomeadamente, a indicação do nome, a denominação ou firma do oferente e o domicílio ou sede do mesmo, a firma e a sede da sociedade visada, a contrapartida oferecida, o intermédio financeiro, se já estiver designado (art. 176º, n.º1, a) a e)ex vi disposto no art. 194º, n.º4 do CVM).

Como é óbvio, não se exige, nem é possível exigir, que no anúncio preliminar se mencione quais as acções objecto da oferta ou o limite mínimo ou máximo da quantidade de acções a adquirir, dado que a aquisição protestativa é dirigida, obrigatoriamente, a todos os titulares de acções remanescentes (assim o demonstra o art. 194º, n.º4, ao exigir que o art. 176º se aplique com as devidas adaptações).

Os elementos referidos supra devem, efectivamente, constar do anúncio preliminar, ou seja, os sócios titulares das acções remanescentes “não têm de procurar elementos mais ou menos veladamente dissimulados, nem têm que recuar pela completude ou seriedade dos dados nele expostos, não têm que se preocupar com démarches supplémentaires: basta-lhes a confiança nos elementos postos à sua disposição através” [...] do anúncio preliminar³⁵.

A circunstância de existir omissão, no anúncio preliminar, de alguns dos elementos supra referidos fará o socio dominante incorrer em responsabilidade civil³⁶.

4.4.2. Depósito da contrapartida³⁷

A partir do momento em que é publicado o anúncio preliminar, o socio dominante fica obrigado a consignar em depósito junto de Instituição de Crédito, à ordem dos titulares das acções remanescentes, a contrapartida (art. 194º, n.º 5 do CVM).

Neste âmbito, parece-nos que tal consignação deverá seguir a forma de processo especial estabelecido no artº. 1024 e ss. do C.P.C.³⁸.

A dúvida com que nos deparamos é a de saber se o depósito é feito na Caixa Geral de Depósitos (conforme refere o artigo 1024º do C.P.C.) ou em

³⁵ Correia, António Ferrer, mencionado no Acórdão Arbitral de 31 de Março de 1993 (vide, Mesquita, M. Henrique, “Oferta pública de venda de acções e violação do dever de informar (comentário a uma operação de privatização)”, Coimbra Editora, 1996, p. 33.

³⁶ Mesquita, M. Henrique, ob. cit., p. 97.

³⁷ No que se refere ao cálculo da contrapartida para mais desenvolvimentos, ver ponto 4.7.

³⁸ Para mais desenvolvimentos quanto esta questão, que ficou em aberto, veja-se o acórdão do STJ de 3 de Fevereiro de 2005, no Collecção de Jurisprudência, Ano XIII, Tomo I, 2005, p. 68 a 71, e Antunes, José Engrácia, “Os grupos de Sociedades – Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária –”, p. 878 e 879 (em especial a nota 1729) e p. 888 (em especial a nota 1747).

qualquer outra instituição financeira?

Em nosso entender, a obrigatoriedade prevista no artº 1024º do C.P.C., não se aplica nesta situação.

Ora vejamos:

O legislador do CVM não faz essa exigência, nem coloca qualquer restrição ou limitação ao facto de uma qualquer instituição financeira poder ser intermediário financeiro.

Assim, entendemos que o legislador do CVM não pretendeu limitar a consignação em depósito, prevista no art. 194º, n.º 5 do CVM, à consignação em depósito na Caixa Geral de Depósitos.

Aliás, tal solução constituiria uma grave lesão do princípio da liberdade contratual (estabelecido no art. 406º do código civil) e do princípio da igualdade de tratamento dos diversos intermediários financeiros.

Além do mais, é normal que o sócio dominante consigne o referido valor da contrapartida no intermediário financeiro com o qual tem uma relação de confiança, nomeadamente, por ter sido ele o escolhido para as ofertas públicas anteriores, não sendo admissível qualquer perturbação, injustificada, dessa mesma relação.

4.5. As implicações da decisão de exercício do direito de aquisição potestativa após o registo junto da CMVM

4.5.1. Publicação do registo na CMVM

Para que a aquisição se torne eficaz é necessário que o interessado publique o registo na CMVM (art. 195º, n.º 1 do CVM).

A ineficácia por falta de publicação do registo será, certamente, uma ineficácia em sentido estrito porque a produção de todos os efeitos da aquisição potestativa depende, não da falta ou irregularidade dos elementos internos do negócio, mas de uma circunstância extrínseca que, conjuntamente com o mesmo, configura a *sattspecie* produtiva de efeitos jurídicos³⁹.

Apesar da maior parte dos actos sujeitos a registo estarem sujeitos à modalidade de ineficácia relativa⁴⁰, somos da opinião de que a falta de publicação do registo, na CMVM, está sujeita a ineficácia absoluta, tendo em conta que ela actua “erga omnes”, podendo ser invocada, quer pelos terceiros, hipoteticamente, interessados em negociar com os sócios titulares das acções remanescentes, quer por estes.

4.5.2. A transferência das acções por registo em conta

Tornando-se eficaz a aquisição, e no caso as acções estarem integradas em sistema centralizado, a CMVM envia à entidade gestora desse sistema todas as informações necessárias para que a transferência se efective por registo em conta (art. 195º, n.º 2 do CVM).

Esta transferência é feita em conformidade com os valores globais a transferir, comunicados pela entidade gestora do sistema centralizado de

valores mobiliários (art. 71º, n.º 2 do CVM).

A transferência faz-se através de movimentos contrários, ou seja, pelo lançamento a débito na conta de origem e a crédito na conta de destino. Esta transferência pode ser interna se for realizada dentro do mesmo intermediário financeiro, ou externa se for realizada de um intermediário financeiro para outro⁴¹.

4.5.3. A transferência das acções através da emissão de novos títulos

No caso das acções não estarem integradas em sistema centralizado, a transferência faz-se pela entrega de novos títulos ao sócio adquirente.

Ao contrário do estabelecido no artº 101, n.º 1 do CVM, no âmbito da aquisição potestativa não há entrega dos títulos ao adquirente ou depositário por ele indicado.

Neste âmbito, o legislador impõe que a sociedade emita novos títulos para serem entregues ao adquirente e os antigos servem apenas para legitimar o recebimento da contrapartida.

4.5.4. A exclusão da negociação

A aquisição potestativa das acções remanescentes implica a exclusão da negociação da totalidade das acções da sociedade em mercado regulamentado, mormente, na bolsa de valores e só podem ser readmitidas passado um ano após essa mesma aquisição (art. 195º, n.º 4 do CVM).

4.6. A decisão de não exercício do direito potestativo de aquisição por parte do sócio dominante

Se o sócio dominante não exercer o seu direito potestativo de aquisição, no prazo de três meses a contar do apuramento do resultado da oferta que lhe atribui esse direito, o mesmo caduca.

O prazo estabelecido para exercer este direito deve considerar-se de caducidade, dado que segundo um critério clássico a caducidade aplica-se aos direitos potestativos e a prescrição aplica-se aos direitos subjectivos propriamente ditos⁴². Aliás, como o CVM não se refere expressamente à prescrição para estas situações, então, aplicam-se as regras da caducidade (art. 298º, n.º 2 do código civil).

4.6.1. A alienação potestativa por parte do(s) sócio(s) minoritário(s)

Até à entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, o CVM não estabelecia qualquer limite temporal para que o sócio minoritário pudesse exercer o seu direito potestativo de alienação, o que no nosso ponto de vista era inaceitável.

No entanto, a Directiva das OPA, indo de encontro a tal lacuna, veio estabelecer que, no que concerne à alienação potestativa, deve-se aplicar o

39 Pinto, Carlos Alberto da Mota, "Teoria Geral do Direito Civil", Coimbra Editora, 1996, p. 605.

40 Pinto, Carlos Alberto da Mota, ob. cit., p. 606.

41 Vide Veiga, Alexandre Brandão da, "Transmissão de valores mobiliários", Almedina, 2004, p. 90 a 100.

42 Mota Pinto, Carlos Alberto da, ob. cit., p. 374.

mesmo prazo estabelecido para exercer o direito de aquisição potestativa, ou seja, três meses (art. 15, n.º 4, ex vi, o disposto no art. 16, n.º 3 da Directiva das OPA).

A Directiva das OPA veio, também, estabelecer que os sócios minoritários não têm de aguardar pelo fim do prazo, durante o qual o sócio maioritário pode exercer o seu direito potestativo de aquisição, para lhe formularem o convite a contratar. O prazo para formular o convite a contratar começa, também ele, a contar a partir do apuramento da oferta que conduziu à detenção, por parte do sócio maioritário, de mais de 90% dos direitos de voto e de 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.

Poder-se-á pensar que a possibilidade de exercício, simultâneo, do direito de aquisição potestativa com o exercício do direito de alienação potestativa é de todo incompatível. Entendemos que não, desde que o legislador nacional, no Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, estabelecesse que o sócio dominante só teria de dar seguimento ao convite a contratar se não viesse a exercer o seu direito potestativo de aquisição, no prazo estabelecido para o efeito.

No entanto, com a entrada em vigor do Decreto-Lei referido supra, nos termos do art. 196º, n.º 1 do CVM, qualquer titular das acções remanescentes pode, no prazo de três meses subsequentes ao apuramento do resultado da oferta referida no art. 194º, n.º 1, dirigir um convite a contratar ao sócio dominante, para que este lhe apresente uma proposta no prazo de oito dias.⁴³

Tal solução conduz, inevitavelmente, à prática de actos inúteis.

Ora, vejamos:

Se alguns sócios minoritários, passado um mês sobre o apuramento da oferta, convidam o sócio maioritário a fazer-lhes uma proposta de aquisição no prazo de oito dias, então, este fica obrigado a apresentar propostas àqueles, apesar de ainda lhe restarem cerca de dois meses, durante os quais pode exercer o seu direito potestativo de aquisição de todas as acções remanescentes (nos termos do art. 194º, n.º 1 do CVM).

A Directiva das OPA, quanto a este aspecto, estabelece apenas que os titulares dos valores mobiliários remanescentes deverão dispor da possibilidade de exigir que o oferente proceda à aquisição dos seus valores mobiliários” (considerando 24 da Directiva das OPA). Mais, refere que o seu art. 15º, n.º 4 (que estabelece o prazo para o exercício do direito potestativo de aquisição por iniciativa do sócio dominante) deve ser aplicado com as devidas adaptações no caso de alienação potestativa (art. 16º, n.º 3).

Destarte, não podemos concordar com a opção legislativa feita, para transportar Directiva das OPA, quanto a este ponto.

Assim, na nossa opinião, melhor seria que o legislador tivesse adoptado a seguinte formulação para o art. 196, n.º 1 do CVM:

“Cada um dos titulares das acções remanescentes pode, nos três meses subsequentes ao apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição

4.6.1.1. A não apresentação da proposta, ou a apresentação de proposta insatisfatória, por parte do sócio dominante (artº 196, nº 2 do CVM) e suas consequências.

No caso do sócio dominante não apresentar, no prazo de oito dias, a contar do convite feito pelo sócio minoritário, uma proposta de aquisição das acções, este pode aliená-las potestivamente, mediante declaração apresentada à CMVM, acompanhada de documento comprovativo da consignação em depósito ou de bloqueio das acções a alienar e da indicação da contrapartida (art. 196, n.º 2, a) e b) do CVM).

A intervenção da CMVM reconduz-se, apenas, à verificação dos requisitos da alienação e à notificação do sócio dominante; efectuada esta notificação a alienação torna-se eficaz (art. 196, n.º 3 do CVM).

Por seu turno, a certidão comprovativa da notificação constitui título executivo adiantada pelo Prof. Lebre de Freitas, entendemos que se trata de um título executivo administrativo, dado que a CMVM é uma pessoa colectiva integrada na Administração indirecta, sob a tutela do Ministério das Finanças (artº. 1 e 2 do Estatuto da CMVM).⁴⁴

4.7. A contrapartida a efectuar pelo sócio dominante (a remissão para o art. 188 do CVM e a presunção de justezza)

No que se refere à aquisição potestativa (art. 194º do CVM) a contrapartida tanto pode consistir em dinheiro, como em valores mobiliários.⁴⁵

Quanto a este aspecto há que fazer uma distinção consoante seja possível, ou não, a aplicação de uma presunção de justezza da contrapartida oferecida na OPA precedente.

Da análise conjugada do n.º 1 e do n.º 2 do art. 194º do CVM resulta que, sempre que a OPA precedente à aquisição potestativa seja uma OPA obrigatória, não tem aplicação a presunção de que a contrapartida oferecida corresponde a uma contrapartida justa. Esta solução prende-se com a própria natureza da OPA precedente, ou seja, esta não resulta da vontade do sócio que a lança, mas de um imperativo legal (art. 187º do CVM).

Deste modo, há que determinar a contrapartida, em dinheiro, de acordo com os critérios estabelecidos no n.º 1 do art. 188º do CVM.

referida no n.º 1 do artigo 194º, exercer o direito de alienação potestativa, devendo antes, para o efeito, dirigir por escrito ao sócio dominante convite para que, caso não exerça o seu direito potestativo de aquisição nos termos do artº 194º, n.º 1, no prazo de oito dias, lhe faça proposta de aquisição das suas acções.”

⁴³ A opção do legislador foi de encontro à proposta da CMVM (conforme Consulta pública n.º 1/2005, referida supra na nota n.º 25)

⁴⁴ Freitas, José Lebre de, “Código de Processo Civil Anotado”, Volume 1., Coimbra Editora, 1999, p. 89 a 94.

⁴⁵ Note-se que na maior parte das vezes a contrapartida consiste em dinheiro.

1 - A contrapartida de oferta pública de aquisição obrigatória não pode ser inferior ao mais elevado dos seguintes montantes:

a) O maior preço pago pelo oferente ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta;

b) O preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período.»

No caso da contrapartida não poder ser determinada pelo recurso aos critérios referidos no n.º 1 do art. 188º do CVM ou se a entidade de supervisão e de regulação (CMVM) entender que a contrapartida oferecida não está devidamente justificada ou não é equitativa (por insuficiência ou por excesso), então, esta entidade designará um auditor independente para que fixe o seu valor⁴⁶, «as expensas do sócio dominante.

Até à entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, não estavam previstas quaisquer situações em que se considerava que a contrapartida proposta pelo oferente não era equitativa; a CMVM tinha liberdade para, no caso concreto, decidir da equidade da contrapartida.

Com a entrada em vigor deste Decreto-Lei passou a estabelecer-se que a contrapartida em dinheiro não é equitativa em duas situações, ou seja, se o preço mais elevado tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o alienante através de negociação particular (al. a) do n.º 3 do art. 188º do CVM) ou sempre que o preço dos valores mobiliários ou o mercado em que estes estão admitidos sejam afectados por acontecimentos excepcionais (al. c) do n.º 3 do art. 188º do CVM). Embora não se possa determinar, com exactidão, o que são “acontecimentos excepcionais”, entendemos que um acontecimento excepcional pode redundar-se, nomeadamente, à situação em que o sócio dominante prepara o mercado para que o preço médio desça no período dos seis meses anteriores à aquisição protestativa.

Por outro lado, sempre que a OPA precedente à aquisição protestativa seja uma OPA geral e voluntária, e em resultado da sua aceitação, o sócio dominante adquira 90% das acções representativas do capital social com direitos de voto abrangidas pela oferta presume-se que a contrapartida oferecida corresponde a uma contrapartida justa (art. 194º, n.º 2 do CVM). Ora, se o oferente, quando lança a OPA geral e voluntária, estabelece que a contrapartida a efectuar consiste em valores mobiliários de adequada liquidez e de fácil avaliação (art. 177º, n.º 1 e n.º 3 do CVM), então, presume-se que esta é justa.

Desta forma, ao contrário do que vem estabelecido no n.º 1 do art. 194º do

CVM, na hipótese em que a OPA que precede a aquisição protestativa é geral e voluntária, a contrapartida pode consistir em valores mobiliários por decorrência da presunção legal. Tais valores mobiliários têm que estar admitidos à negociação em mercado regulamentado ou serem valores mobiliários da mesma categoria (art. 41, n.º 1 do Regulamento 10/2000 da CMVM).

O legislador nacional, na sua última intervenção, mostrou-se especialmente atento às situações em que não se pode considerar que a contrapartida oferecida pelo sócio dominante é equitativa (art. 188º, n.º 3, ex vi o disposto no art. 194º, n.º 1 do CVM). Não obstante, várias reservas se têm levantado quanto aos critérios estabelecidos para o cálculo da contrapartida⁴⁷.

Assim, apesar dos critérios estabelecidos, podem existir factores exteriores que deturpem por completo o montante a pagar, pelo sócio dominante, ao sócio minoritário. Como se referiu, anteriormente, um dos factores susceptíveis de afectar o valor da contrapartida é a possibilidade do sócio dominante poder preparar o mercado, para que o preço médio desça no período dos seis meses anteriores à aquisição protestativa.

Apesar de vários ordenamentos jurídicos tratarem da questão da contrapartida no âmbito da aquisição protestativa das acções remanescentes, entendemos que um olhar atento sobre a solução estabelecida no ordenamento jurídico italiano se mostra de relevante utilidade.

No Direito Italiano, a contrapartida é fixada por um perito nomeado, pelo Presidente do Tribunal do lugar onde a sociedade emitente tem a sua sede, tendo em conta o preço da oferta e de mercado no último semestre⁴⁸. Entendemos que a intervenção do poder judicial na nomeação é benéfica para a imprescindível imparcialidade na determinação do valor da contrapartida. No entanto, tal aspecto não impede que o sócio dominante prepare o mercado para que o preço desça.

Desse modo, consideramos que, além dos critérios estabelecidos no art. 188º do CVM, deveriam adoptar-se outros, nomeadamente, que no cálculo do valor da contrapartida se tivesse em conta o preço médio ponderado apurado, em mercado regulamentado, desde o momento em que o sócio dominante adquiriu mais de 50% dos direitos de voto correspondentes ao capital social.

O limitar dos 50% aqui proposto tem que ver com o facto de ser a partir desse momento que o sócio detém a maioria do capital e, teoricamente⁴⁹, pode influenciar por completo a vida da sociedade.

Consequentemente, entendemos que a contrapartida devia ser fixada por um perito designado pelo Presidente do Tribunal do lugar onde a sociedade

⁴⁷ Câmara Paulo, ob. cit., p.241 a 255.

⁴⁸ “Testo unico della finanza” (art. 111, n.º 2 do Decreto legislativo n.º 58, de 24 de Fevereiro de 1998; modificado pelo d.l. n.º 351, de 25.9.2001; convertido em lei n.º 410, de 23.11.2001; posteriormente, modificado pelos Decretos legislativos n.º 61 de 11.4.2002 e n.º 274 de 1.8.2003; pelas leis n.º 326 de 24.11.2003 e n.º 350 de 24.12.2003; pelos Decretos legislativos n.º 37 de 6.2.2004, n.º 170 de 21.5.2004, n.º 197 de 9.7.2004, pelo art. 9 da Lei n.º 62 de 18.4.2005 e pelo Decreto legislativo n.º 303 de 29.12.2006.

⁴⁹ Dizemos teoricamente porque na prática um sócio detém, por exemplo, de 20% dos direitos de voto correspondentes ao capital social pode influenciar por completo a vida societária, tendo em conta que as restantes acções podem estar, totalmente, dispersas pelo público (não existindo mais ninguém que possa impedir aquele de controlar a sociedade).

⁴⁶ A designação deste auditor, bem como o valor da contrapartida que o mesmo venha a fixar têm que ser, imediatamente, divulgados ao público (art. 188º, n.º 4 do CVM).

emitente tem a sua sede, sendo certo que aquele não poderia fixar um valor inferior ao mais elevado dos valores determinados nos termos do art. 188º do CVM, nem inferior ao valor encontrado de acordo com o critério aqui adiantado.

V – Questão, particular, suscitada a respeito do estudo da OPA Tendente ao Domínio Total

A OPA tendente ao domínio total e o bloqueio de acções previsto no art.77º, n.º 2 do CVM.

A questão que se pode suscitar neste âmbito é o de saber se o bloqueio de acções previsto no artº 77º, nº 2 se pode conciliar com a aquisição potestativa consagrada a favor do sócio dominante?

A resposta deve ser negativa.

Isto porque, caso se permitisse que o sócio titular de acções remanescentes pudesse bloqueá-las, então, pervertia-se totalmente o objectivo do artº 194 do CVM, ou seja, se a aquisição potestativa visa fazer com que o sócio dominante não veja frustrada, por sócios detentores de participações infinitas, a sua estratégia, então, não se pode permitir o bloqueio de acções.

Aliás, o entendimento da CMVM⁵⁰ é de que se existir um bloqueio anterior, por iniciativa do titular (artº 72º n.º 2, al. a)), aquele cessa sempre que as acções sejam objecto de uma aquisição potestativa, devendo os intermediários financeiros transferir as acções para a conta do novo titular.

Destarte, o legislador devia consagrar uma exceção ao bloqueio de acções por iniciativa do titular, ou prever que o bloqueio de acções não seria permitido se o sócio dominante pretendesse exercer o seu direito de aquisição potestativa.

Apesar de tudo, parece-nos razoável que se o sócio dominante não exercer, tempestivamente, o seu direito de aquisição potestativa, o direito de bloqueio deve regressar à esfera jurídica dos seus titulares.

VI – Conclusão

As sociedades abertas não podem ser vistas, somente, como um tipo de sociedade que permite aos investidores adquirirem e alienarem acções.

Na verdade, este tipo de sociedades permite uma verdadeira transferência do controlo societário, substituindo-se equipas de gestores/administradores inefficientes por novos administradores com capacidade para garantir uma maior rentabilidade e eficiência.

A existência de um verdadeiro tráfego de controlo societário, em que a OPA constitui um instrumento de enorme importância, tem uma grande

influência no estabelecimento de um mercado de capitais eficiente.

Deste modo, o facto de um sócio dominante poder adquirir potestativamente as acções remanescentes dos sócios minoritários não significa, apenas, que este passa a deter a totalidade das acções de uma sociedade aberta. A aquisição potestativa dessas acções remanescentes permite, também, o incremento da eficiência da sociedade em causa (que se vê livre de sócios desprovidos de *affectio societatis*) e do próprio mercado financeiro.

Por outro lado, a alienação potestativa permite que os sócios minoritários previnam a desvalorização e iliquidez dos seus títulos e possam diversificar os riscos do seu investimento, aproveitando o aumento da eficiência do mercado financeiro decorrente do referido aumento da eficiência na gestão da sociedade, da qual acabaram de sair.

Não obstante, acreditamos que a questão da contrapartida a efectuar pelo sócio dominante constitui o ponto central da controvérsia em torno da existência do direito potestativo de aquisição.

Apesar de ser uma questão de difícil resolução, atendendo ao conjunto de factores que envolve, somos da opinião de que uma intervenção do poder judicial contribuirá, pelo menos, para a redução da desconfiança dos investidores relativamente à contrapartida fixada para a transferência potestativa das suas acções.

Bibliografia

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial, Vol. II – Das Sociedades*, Almedina, 2002.
- ANTUNES, José A. Engrácia, *A Aquisição Tendente ao Domínio Total – Da sua constitucionalidade* –, Coimbra Editora, 2001.
- Os Grupos de Sociedades, 2ª Edição, Almedina, 2002
- ASCENSÃO, José de Oliveira, *As Acções*, in "Direito dos Valores Mobiliários", Vol. II, Coimbra Editora, 2000.
- O Actual Conceito de Valor Mobiliário, ROA, Ano 61, Lisboa, Janeiro 2001.
- Valor Mobiliário e título de crédito, Separata de "Direito dos Valores Mobiliários", Lex.
- CÂMARA, Paulo, *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários*, in "Direito dos Valores Mobiliários", Vol. II, Coimbra Editora, 2000.
- CASTRO, Carlos Osório de, *A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários*, Separata de "Direito dos Valores Mobiliários", Lex.
- CORDEIRO, António Meneses, *A OPA Estatutária como Defesa Contra Tomadas Hostis*, ROA, Ano 58, Lisboa, Janeiro 1998.
- Da Constitucionalidade das Aquisições Tendentes ao Domínio Total (Artigo 49º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais)*, in Boletim do Ministério da Justiça, 480, 1998.
- Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efectivação, Valorização e Técnicas de Defesa*, ROA, Ano 54, Lisboa, Dezembro de 1994, Página 761.
- Obras Públicas de Aquisição*, in "Direito dos Valores Mobiliários", Vol. I, Lex, 1997.

COTINO Gastone, *Diritto Commerciale*, Vol. I, Tomo II, 3^a edizione, Padova-Cedam, 1994.
FRETTAS, José Lebre de, *Código do Processo Civil anotado*, vol. I, Coimbra Editora, 1999.
FURTADO, Jorge Henrique Pinto, *Curso de Direito das Sociedades*, 4^a Edição, Almedina, 2001.

GARCIA, Augusto Teixeira, *OPA – Da oferta pública de aquisição e seu regime jurídico*, STVDIA IVRIDICA 11 (Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra), Coimbra Editora, 1995.

MARTINS, Alexandre Soveral, *Valores Mobiliários [Acções]*, IDET, Almedina, 2003.

MINISTÉRIO DAS FINANÇAS / COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Trabalhos Preparatórios do Código de Valores Mobiliários*, Decreto de 1999.

PEREIRA, Jorge Brito, *A OPA Obrigatória*, Almedina, 1998.

SALANITRO Niccolò, *Società per Azioni e Mercati Finanziari*, 3^a edizione, Giuffrè Editore, 2000.

SANTOS, Jorge Costa, *Direitos Inerentes aos Valores Mobiliários (em especial, os direitos equiparados a Valores Mobiliários e o direito ao dividendo)*, Separata de "Direito dos Valores Mobiliários", Lex.

SILVA, João Calvão da

Direito Bancário, Almedina, 2001.

Suspensão do dever de lançamento de OPA / OPA Abusiva / OPA Convencional Obrigatória, in "Estudos Jurídicos [pareceres]", Almedina, 2001.

VAUPLANE, Hubert de / Bornet, Jean-Pierre, *Droit de la Bourse*, Litec, 1994.

VAZ, João da Cunha, *As OPA na União Europeia face ao novo Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2000.

VEIGA, Alexandre Brantão da, *Transmissão de Valores Mobiliários*, in "Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários", Almedina, 2004.

Mercado de Valores Mobiliários", Almedina, 2004.

VENTURA, Raul, *Ofertas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários*, in "Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Manuel Gomes da Silva", Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Coimbra Editora, 2001.

A magistratura na advocacia

Alfredo José Castanheira Neves

