



UNIVERSIDADE D
COIMBRA

Ana Sofia Moura Evangelista

**A VULNERABILIDADE DAS PARTICIPAÇÕES SOCIAIS
MINORITÁRIAS**
A POSIÇÃO DOS SÓCIOS MINORITÁRIOS NA OPA

Dissertação no âmbito do Mestrado em Ciências Jurídico-Empresariais, com
Menção em Direito Empresarial orientada pelo Professor Doutor Jorge Manuel
Coutinho de Abreu e apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de
Coimbra

dezembro de 2021

1 2



9 0

FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE
COIMBRA

A Vulnerabilidade das Posições Sociais Minoritárias

A Posição dos Sócios Minoritários na OPA

The Vulnerability of Minority Share Positions

The position of Minority Shareholders in a Takeover Bid

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, no âmbito do 2.º Ciclo de Estudos em Direito (conducente ao grau de Mestre), na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Empresariais, com Menção em Direito Empresarial, sob a orientação do Professor Doutor Jorge Manuel Coutinho de Abreu.

Ana Sofia Moura Evangelista

Coimbra, 2021

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, o Exmo. Senhor Professor Doutor Jorge Manuel Coutinho de Abreu, por toda a disponibilidade e incansável ajuda desde o primeiro dia.

Aos meus pais e irmão, por serem, todos os dias um exemplo. São os grandes pilares da minha vida.

Aos meus avós e tios por todo o amor incondicional.

Ao Miguel, por todo o apoio neste e noutros tantos desafios. Por, muitas vezes, seres mais do que aquilo que podias ser.

Às minhas amigas, elas sabem quem são, pelo amparo que sempre me deram e pela preocupação e carinho constantes.

*“Coimbra, velha cidade
De ruas medievais;
Do Penedo da Saudade
Onde tantos imortais
Poetas e trovadores,
Tiveram os seus amores
Nos tempos da mocidade...*

*Coimbra dos estudantes
E das tricanas bonitas,
Das noites inebriantes
Da tua Queima das Fitas...*

*Coimbra, cidade linda,
Foste sempre e és ainda
A cidade capital
Do amor em Portugal!*

*Tens na Fonte dos Amores
O amor simbolizado
Por D. Pedro e D. Inês
Num romance consagrado.*

*Rio Mondego, o Choupal,
O teu Jardim da Sereia
E a Escada Monumental
Junto à Universidade...
Fazem de ti, sem igual,
A mais bonita cidade!
Deste nosso Portugal!...*

*Coimbra de tradições,
Cidade-mãe de doutores
E da velha Universidade;
Fazes vibrar corações
Por tantas recordações,
Numa palavra...és saudade!”*

(“Avô”) Fernando Reis Costa

RESUMO

As sociedades com o capital aberto ao investimento público, abreviadamente sociedades abertas, podem perder essa qualidade quando confrontadas com uma das três situações espelhadas nas alíneas do número 1.º do artigo 27.º do Código de Valores Mobiliários.

A primeira das situações encontra fundamento na detenção, por parte de um acionista, de 90% dos direitos de voto em consequência de uma oferta pública de aquisição. Neste caso, em termos legais, tanto a sociedade visada como o próprio oferente podem requerer à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários a perda da sua qualidade de sociedade aberta. Contudo, como se analisará, em termos práticos tal iniciativa parece pertencer apenas à entidade oferente. Imagine-se que após assumir o controlo da sociedade aberta visada o oferente não pretende fechar a sociedade ao investimento do público. Que tipo de soluções apresenta a lei mobiliária aos sócios minoritários? Quais os possíveis cenários? Porque razão o legislador mobiliário alterou a versão inicial do artigo 27.º que tipificava um “direito de saída” para aqueles que não tivessem aceite a referida proposta? Será porque o próprio processo da oferta pública de aquisição confere garantias suficientes e tutela os interesses dos minoritários?

Para procurar encontrar respostas para estas questões iremos, neste estudo, analisar principalmente duas problemáticas: por um lado, as diversas opções ao dispor da sociedade aberta e da entidade oferente após o lançamento bem-sucedido de uma oferta pública de aquisição e, por outro, a (des)proteção dos titulares de participações sociais minoritárias. Cabe então indagar que opções são oferecidas pela nossa lei mobiliária (e societária) à entidade oferente. Será a perda de qualidade de sociedade aberta a única solução? Para mais, tendo em conta a posição privilegiada do sócio maioritário e controlador da sociedade, que tipo de tutela é que a nossa lei apresenta aos mais vulneráveis, isto é, aos minoritários? Atribuíra o nosso ordenamento jurídico um verdadeiro e legítimo “direito de sair” da sociedade aos acionistas minoritários após um processo de OPA?

Palavras-chave: Oferta pública de aquisição; Perda de qualidade de sociedade aberta; Sociedades abertas; Sociedades cotadas; Sócios minoritários.

ABSTRACT

Companies with capital open to public investment, in short public limited companies, may lose this quality when faced with one of the three situations mirrored in the subparagraphs of the number 1 of the article 27 of the Portuguese Securities Code.

The first situation is based on a shareholder holding 90% of the voting rights as a result of a takeover bid. In this case, both the target company and the offeror itself may apply to the Portuguese Securities Market Commission to lose its status of public limited company. However, as we'll analyse, in practical terms such initiative seems to belong solely to the offeror. Imagining that after taking control of the target public company the offeror does not intend to close the company to public investment. What kind of solutions and resolutions does the Portuguese securities law present to the minority shareholders? What are the possible scenarios? Why did the legislator change the initial version of Article 27 which typified a "right of withdrawal" for those who did not accept the said proposal? Is it because the takeover bid process itself provides sufficient guarantees and protects the interests of the minority shareholders?

In order to try to contribute with answers to these questions, in this study we will analyse mainly two issues: on one hand, the several options available to the public limited company and the offering entity after the successful launch of a takeover bid and, on the other hand, the (dis)protection of minority shareholders. Therefore, is important to go through which options are offered by our securities (and company) law to the offeror. Is the loss of the quality of public limited company the only solution? Furthermore, taking into considerations the privileged position of the majority shareholder and controller of the company, what type of protection does our law provide to the most vulnerable, this is, to minority shareholders? Is there a true and legitimate "right of withdrawal" of the company by minority shareholders after a takeover bid?

Keywords: Delisting, Listed companies; Minority shareholders; Public companies; Takeover bid.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

| | |
|---------------------|---|
| Art. | - Artigo |
| Arts. | - Artigos |
| Al. | - Alínea |
| Als. | - Alíneas |
| CadMVM | - Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários |
| Cfr. | - Confira, confronto, conforme |
| coord. | - Coordenação |
| CSC | - Código das Sociedades Comerciais |
| CódMVM. | - Código do Mercado dos Valores Mobiliários, aprovado pelo DL n.º 142-A/91, de 10 de abril |
| CVM | - Código dos Valores Mobiliários aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13 de novembro |
| DL | - Decreto-Lei |
| Diretiva 2004/25/CE | - Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição |
| DSR | - Direito das Sociedades em Revista |
| ed. | - Edição |
| e.g. | - <i>Exempli gratia</i> (p. ex.) |
| IDET | - Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho |
| <i>i.e</i> | - id est (isto é) |
| n.º | - Número |
| OPA | - Oferta Pública de Aquisição |

| | |
|----------|---|
| Op. cit. | - <i>Opere citato</i> (Obra Citada) |
| p. | - Página |
| pp. | - Páginas |
| RDS | - Revista de Direito das Sociedades |
| RdS | - Revista de Derecho de Sociedades |
| RFDUL | - Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa |
| ss. | - Seguintes |
| V. | - <i>Vide</i> , Veja |
| Vol. | - Volume |

ÍNDICE

| | |
|--|----|
| <i>AGRADECIMENTOS</i> | 2 |
| <i>RESUMO</i> | 4 |
| <i>ABSTRACT</i> | 5 |
| <i>LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS</i> | 6 |
| <i>ÍNDICE</i> | 8 |
| <i>CONSIDERAÇÕES INICIAIS</i> | 10 |
| <i>CAPÍTULO I - Sociedades com o Capital Aberto ao Investimento Público</i> | 12 |
| 1. A dicotomia entre sociedades abertas e sociedades fechadas ao investimento do público..... | 12 |
| 2. Apontamento histórico..... | 14 |
| 3. (Falta de) noção de sociedade aberta e preliminares situações para abertura do capital social..... | 18 |
| 4. Traços gerais do regime jurídico..... | 24 |
| 5. Uma análise crítico-reflexiva do papel das sociedades abertas..... | 28 |
| <i>CAPÍTULO II - Perda de Qualidade de Sociedade Aberta</i> | 33 |
| 6. Nota prévia..... | 33 |
| 7. Situações que possibilitam o fecho da porta da sociedade ao investimento público: conflito de interesses e <i>ratio</i> subjacentes a cada uma..... | 37 |
| 8. Efeitos jurídicos de saída do mercado..... | 44 |
| 9. Figura do <i>delisting</i> : distinção e pontos de contacto..... | 47 |
| <i>CAPÍTULO III – O Horizonte de Aplicação da Alínea a) do Número 1 do Artigo 27.º do Código dos Valores Mobiliários</i> | 51 |

| | | |
|---------|---|-----|
| 10. | Análise do texto da alínea a) | 51 |
| 10.1 | Um acionista..... | 51 |
| 10.2 | Cálculo de direitos de voto | 52 |
| 10.3 | Oferta pública de aquisição | 56 |
| 11. | Evolução legislativa refletida em 2 períodos | 66 |
| i. | De 1995 a 1999..... | 67 |
| ii. | De 1999 a 2006..... | 69 |
| 12. | O rumo da Sociedade (aberta) após a OPA: o futuro nas mãos do oferente | 73 |
| 12.1 | Manutenção da sociedade no mercado | 73 |
| 12.2 | Perda de qualidade de sociedade aberta | 74 |
| 12.3 | O direito de aquisição potestativa mobiliário | 85 |
| 12.3.1. | Conceito..... | 85 |
| 12.3.2. | Pressupostos de constituição do direito | 86 |
| 12.3.3. | Pressupostos do exercício do direito | 87 |
| 12.3.4. | Efeitos jurídicos..... | 89 |
| 13. | A (des) proteção dos sócios minoritários | 89 |
| 13.1 | Perda de qualidade de sociedade aberta fruto de OPA antecedente e as consequências para os minoritários | 89 |
| 13.2 | Explicação do problema e possível reinterpretação do artigo | 91 |
| | <i>CONSIDERAÇÕES FINAIS</i> | 101 |
| | <i>BIBLIOGRAFIA</i> | 103 |

CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Apesar de terem adquirido somente em 1999 a designação «*sociedade com o capital aberto ao investimento público*», a regulamentação deste tipo de sociedades iniciara-se anos antes e nem sempre teve lugar, como veremos, no CVM. Este tipo (legal) de sociedades apresenta um regime jurídico bastante exigente no que concerne à tutela dos acionistas-investidores, principalmente dos minoritários, uma vez que estes se encontram expostos aos conhecidos e inevitáveis riscos inerentes aos próprios mercados financeiros. Avançamos que são dois os tipos legais societários que podem adquirir de modo automático¹ a qualidade de sociedade aberta: as sociedades anónimas e as sociedades em comandita por ações.

Contudo, o vínculo que as sociedades estabelecem com o mercado não é *ad aeternum* e por esse motivo o nosso legislador mobiliário consagrou três vias alternativas para que uma sociedade se torne fechada aos olhos do mercado. O foco da nossa investigação irá incidir na primeira das situações legalmente previstas, que encontra fundamento na circunstância de um acionista que em consequência de uma pública de aquisição detenha mais de 90% dos direitos de voto da sociedade visada.

Ao contrário do que se verificava no regime jurídico mobiliário do ano de 1995, – imposição legal de a entidade oferente adquirir as ações e outros valores mobiliários dos sócios minoritários que não tenham aceite tal oferta – hoje em dia o pedido de desqualificação pode ser requerido pelo próprio oferente à CMVM sem que tenha de adotar qualquer comportamento semelhante.

Porque motivo é que, pelo menos expressamente, a lei mobiliária não tutela os acionistas minoritários remanescentes? Por outras palavras, será que, apesar de não se encontrar legalmente previsto qualquer direito similar com o supramencionado, o próprio processo da oferta pública de aquisição confere as garantias necessárias e a proteção adequada e exigida nestes casos aos acionistas minoritários?

¹ Apenas através do preenchimento de determinadas situações.

Para respondermos a estas questões que acabámos de levantar, iniciaremos a nossa investigação pelo estudo dos conceitos e matérias cuja compreensão e aprofundamento se afiguram essenciais para o desenvolvimento do tema. Após essa análise pretendemos descortinar a al. a) do número 1 do artigo 27.º do CVM e perceber quais as opções que a pessoa jurídica ou singular na qualidade de entidade oferente pode tomar. Finalmente, no ponto último deste estudo iremos perceber qual o tipo de tutela que as leis mobiliárias nacional e europeia conferem aos acionistas minoritários quando confrontados com uma mudança de controlo da “sua” sociedade após o lançamento de uma OPA.

O mote está lançado, iniciemos.

CAPÍTULO I - Sociedades com o Capital Aberto ao Investimento Público

1. A dicotomia entre sociedades abertas e sociedades fechadas ao investimento do público

No que ao Direito das Sociedades diz respeito, conseguimos agrupar dois tipos de sociedades: sociedades abertas ou sociedades fechadas. Principiemos a explicação desta dicotomia pelas sociedades abertas, uma vez que a sua configuração se afigura um pouco mais complexa.

“Sociedade aberta” é a forma abreviada para nos referirmos a uma sociedade cujo o capital social se encontra aberto ao investimento público. São duas as razões que nos levam a identificar uma sociedade como aberta, ou seja, são dois os motivos que determinam a abertura ao investimento público: a decisão de admissão da negociação de ações e/ou outros valores mobiliários em mercado regulamentado e a situação de uma oferta pública de subscrição, troca ou de venda².

As sociedades abertas não são um tipo societário previsto legalmente. Ora, vejamos o n.º 2 do art. 1.º do CSC: *«são sociedades comerciais aquelas que tenham por objeto a prática de atos de comércio e adotem o tipo de sociedade em nome coletivo, de sociedade por quotas, de sociedade anónima, de sociedade em comandita simples ou de sociedade em comandita por ações.»*. Estamos, então, em condições de avançar e de acrescentar que uma sociedade para ser considerada aberta têm de adotar o tipo de sociedade anónima ou sociedade em comandita por ações³. No entanto, nem todas as sociedades anónimas ou em comandita por ações são sociedades abertas, mas uma sociedade para adquirir tal qualificação tem que, obrigatoriamente, ser anónima ou em comandita por ações.

É inexequível discorrer sobre sociedades abertas sem falar do investimento público. De facto, “o público” é a causa e a consequência da existência destas sociedades. O público é o pilar que suporta a sociedade e, não raras as vezes, o seu “colete salva-vidas” deste tipo de sociedades. Naturalmente, por serem abertas ao investimento público este tipo de

² GOMES, José Ferreira, / GONÇALVES, Diogo Costa, Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas- Volume I, 1.ª Edição, AAFDL EDITORA, p. 85.

³ Contudo, ao longo do presente estudo focar-nos-emos no primeiro tipo legal societário, pois, como aponta Paulo Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 4.ª Edição, Almedina, 2018 p. 588, a dispersão das ações representativas do capital social pelo público não é tão expressiva neste caso.

sociedades é composto por um conjunto diversificado e numeroso de sócios acionistas que demonstra uma ânsia de lucro, através da valorização das suas ações, e não propriamente uma ligação afetiva à sociedade. Numa linha, regista-se a fragmentação do capital social por via da desconcentração das participações sociais. Ao existir uma notória divisão entre a propriedade e o controlo⁴, motivada pelo elevado número de acionistas, o acompanhamento da vida da sociedade acaba por não ser uma realidade para a maioria dos sócios. Espelhando tal cenário para uma ideia de proporção, quanto maior for a dimensão da sociedade, menor é a percentagem de participação social necessária para assegurar o controlo da mesma^{5 6}.

Posto isto, é relevante notar que sociedades abertas e sociedades cotadas são conceitos distintos. Recordemos o que foi escrito *supra*, existem dois motivos que originam a abertura do capital social: a admissão da negociação das ações em mercados de capitais e a oferta pública. No primeiro caso, a sociedade adquire a qualificação de aberta, mas também de cotada. O que nos leva a afirmar que nem todas as sociedades abertas são cotadas, mas uma sociedade para ser considerada cotada tem naturalmente que ser aberta. Sociedade cotada é “sinónimo” de mercado de capitais. De facto é naquele palco que atuam: colocam as suas ações e onde os investidores e sócios efetuam as alienações e aquisições das mesmas⁷. Observemos a al. c) do n.º 1 do artigo 27.º do CVM⁸ que dispõe que a sociedade pode perder a qualidade de sociedade aberta quando: *«tenha decorrido um ano sobre a exclusão da negociação das ações em mercado regulamentado, fundada na falta de dispersão pelo público.»*. Tal significa que durante aquele período, apesar de a sociedade ter excluído a negociação em mercado regulamentado das suas ações, mantém-se aberta. Em suma, as sociedades abertas podem adotar uma de duas configurações: sociedade aberta não cotada e sociedade aberta cotada em mercado regulamentado⁹.

⁴ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, Manual de Governo das Sociedades, 1.º Edição, Almedina, 2018, p. 33.

⁵ Cfr. ALMEIDA, António Pereira de, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados- Volume 1, 7.ª Edição, Coimbra Editora, 2013, pp. 539-540.

⁶ Nas palavras de Coutinho de Abreu, *«são sociedades com o substrato pessoal em geral muito amplo (...) potenciando que pequeno número de acionistas (“acionistas empresários”), muitas vezes com muito menos de metade das ações, formem estáveis “grupos de controlo” (...) ou, outras vezes, que os administradores adquiram “controlo societário desligando-se em grande medida da generalidade dos acionistas “proprietários”...»*, ABREU, Jorge M. Coutinho de, Curso de Direito Comercial- Volume II, 7.ª Edição, Almedina, 2021, pp. 81-82.

⁷ *Ibidem*, pp. 81-82.

⁸ Quando não se verifique qualquer menção ao diploma legislativo, dever-se-á entender que nos referimos ao CVM.

⁹ CORDEIRO, A. Barreto Menezes, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 2.ª Edição, Almedina, 2018, p. 336.

Em contrapartida, as sociedades fechadas ao investimento público revelam uma estrutura societária sólida e reduzida. No que respeita ao acompanhamento da vida societária e tomada de decisões os sócios têm, por norma, voz ativa. A preocupação, proximidade e participação dos sócios é facilmente compreensível se observarmos a especial ligação entre eles, fruto de vínculos de amizade ou, até mesmo, familiares. A separação entre quem é titular de participações sociais e quem tem o “poder” de controlar a sociedade não é, de todo, uma realidade comum. Ora, como o próprio nome indica o capital social não está aberto ao investimento público. Contrariamente ao que foi dito para as sociedades abertas, as participações sociais não se encontram em mercados de capitais e a transmissão das mesmas está, na maioria das vezes, fortemente condicionada¹⁰. Por fim, concretizando esta dicotomia, consideram-se sociedades fechadas: as sociedades em nome coletivo, as sociedades por quotas e as sociedades em comandita simples¹¹.

2. Apontamento histórico

Impõe-se, então, proceder a uma análise retrospectiva do conceito de sociedade aberta ao investimento público. Antecipamos que este conceito apenas se consagrou ao abrigo do art. 7.º do DL n.º 486/99, de 13 de novembro, que aprovava o Código dos Valores Mobiliários.

O começo deste percurso legislativo remete-nos para a Lei das Sociedades *Anonymas* de 22 de junho de 1867 que consagrou, pela primeira vez, o conceito de sociedade anónima no nosso ordenamento jurídico. O legislador preferiu adotar a designação francesa – “anónimas” – em detrimento da alemã – “por ações”¹² – e consagrou a sua definição no art. 1.º da referida Lei: «*sociedades anonymas são aquellas em que os associados limitam a sua responsabilidade ao capital com que cada um subscreve.*». Repare-se que o núcleo desta noção se centra na tipologia de responsabilidade patrimonial exigível a cada um dos sócios¹³.

Dos cinquenta e nove artigos que a compunham, somos impelidos a destacar o art. 2.º: «*as sociedades anonymas constituem-se pela simples vontade dos associados, sem*

¹⁰ ABREU, Jorge M. Coutinho de, *op. cit.* p. 82.

¹¹ E algumas sociedades anónimas.

¹² País pioneiro no que diz respeito à regulamentação deste tipo de sociedades. CORDEIRO, António Menezes, “A Lei das Sociedade Anonymas de 22 de junho de 1867: século e meio de progresso”, in *Revista da Ordem dos Advogados* Ano 77, Vol. I/ II, 2017, p. 25.

¹³ *Ibidem*, p. 15.

dependencia de previa autorização administrativa e aprovação dos seus estatutos, e regulam-se pelos preceitos d'esta lei.» Ora, tal artigo expressa o abandono da obrigatoriedade de reconhecimento administrativo prévio e a consagração do esquema de reconhecimento automático¹⁴.

Aproximadamente duas décadas mais tarde, o Código Comercial de 1888¹⁵ (intitulado Código Veiga Beirão) passou a regulamentar, nos seus artigos 164.^{o16} e 165.^{o17}, o processo constitutivo das sociedades anónimas através de subscrição pública.

No art. 164.^o o legislador consagrou o “dever principal” de os fundadores constituírem provisoriamente a sociedade e os respetivos “deveres acessórios” relativos aos

¹⁴ Ibidem, p. 28.

¹⁵ Aprovado pela Carta de Lei de 28 de Junho de 1888.

¹⁶ «Quando para a constituição definitiva das sociedades anonymas se houver de recorrer a subscrição publica devem os fundadores constituir provisoriamente a sociedade, outorgando a respectiva escriptura.

§ 1.º A escriptura celebrada nos termos d'este artigo será publicada e registada provisoriamente na secretaria do competente tribunal do commercio.

§ 2.º Satisfeitos os requisitos exigidos no paragrapho anterior, poderá formular-se o programma para a subscrição que deve indicar:

1.º A data da constituição provisoria feita pelos fundadores, e onde a respectiva escriptura foi outorgada, publicada e registada;

2.º O objeto da sociedade, o capital social e o numero de acções;

3.º As entradas e as condições em que devem realizar-se;

4.º A vantagens especialmente atribuidas aos fundadores;

5.º Os nomes e domicilios dos directores que porventura se achem nomeados para a primeira administração da sociedade;

6.º Convocação dos subscriptores para uma assembléa, que se verificará dentro de três mezes, para a constituição definitiva da sociedade;

7.º Indicação da pessoa que ha de presidir á assembléa referida no numero anterior.

§ 3.º É absolutamente prohibido reservar acções ou obrigações beneficiarias, sendo só permitido aos fundadores reservarem uma percentagem não superior a um decimo dos lucros líquidos da sociedade, por tempo não excedente ao de um terço do periodo da duração social, e nunca superior a dez anos, a qual nunca será paga sem se achar aprovado o balanço annual.

§ 4.º Recolhido o produto da subscrição, os fundadores apresentarão no dia fixado á assembléa os documentos justificativos de haverem satisfeito ás condições exigidas no artigo 162.º

§ 5.º N'esta assembléa cada subscriptor terá direito a um voto, seja qual for o numero das acções subscriptas.

§ 6.º Se a maioria dos subscriptores presentes, exceptuando os fundadores, concordar na constituição definitiva da sociedade, haver-se-ha esta por constituída, proceder-se-ha á eleição da direcção, se ella não tiver sido designada na respectiva escriptura, e lavrar-se-ha a competente acta.

§ 7.º A sociedade archivará no seu cartório a subscrição, com todos os demais documentos necessarios á justificação a que se refere o artigo 162.º, devidamente legalizados.

§ 8.º O registo provisório do contracto social tornar-se-ha definitivo pela apresentação da acta lavrada nos termos do §6.º, e dos documentos comprovativos de se acharem satisfeitas as condições exigidas no artigo 162.º.»

¹⁷ «Os fundadores de qualquer sociedade anonyma são responsaveis solidaria e ilimitadamente pelos actos praticados até á constituição definitiva da sociedade, salvo o regresso contra ella, se houver logar.

§ único. Se a sociedade se não constituir definitivamente nos termos do §6.º do artigo antecedente, as consequencias e as despesas dos actos para tal fim praticados pelos fundadores são a seu cargo, sem regresso contra os simples subscriptores.»

requisitos formais da escritura e outros formalismos imperativos para a válida constituição da sociedade. Aditivamente, o artigo seguinte previa que o regime de responsabilidade civil dos «*fundadores de qualquer sociedade anonyma*» fosse solidária e ilimitada, e, ainda, tipificava que as consequências e despesas provenientes da não constituição definitiva da sociedade deveriam ser suportadas pelos fundadores. Podemos concluir que previsão legislativa das sociedades abertas se cingiu inicialmente, nos termos do Código Comercial de '88, a consagrar os moldes da constituição de sociedades anónimas com subscrição pública.

Ulteriormente, em 1986, o Código das Sociedades Comerciais¹⁸ introduziu no mundo jus-societário o conceito de «*Sociedades **com** subscrição pública¹⁹*» na versão original do seu artigo 284.º. Resultava do n.º 1 que: «*salvo quando da lei resulte o contrário, a expressão «sociedade com subscrição pública» compreende as sociedades constituídas com apelo a subscrição pública, as que, num aumento de capital, tenham recorrido a subscrição pública e as sociedades cujas acções sejam cotadas na Bolsa.*²⁰». O legislador societário inovou numa dupla vertente: por um lado, consagrou tal conceito no nosso ordenamento jurídico; por outro lado, englobou no mesmo conceito uma tríade de situações atributivas de tal denominação. Observemos tipologias identificadas.

A primeira situação tipificada corresponde à hipótese já prevista no Código Comercial de 1888 e, curiosamente, encontra-se atualmente no nosso Código das Sociedades Comerciais nos termos do art. 279.^{o21}.

A segunda situação prevê os casos em que uma sociedade recorre à subscrição pública com a finalidade de aumentar o seu capital social, ou seja, num momento posterior à sua constituição.

Por último, o legislador englobou as sociedades cujas ações estejam cotadas em mercado bolsista.

¹⁸ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/ 86, 02 de Setembro.

¹⁹ Negrito nosso.

²⁰ Sublinhado nosso.

²¹ GOMES, José Ferreira, / GONÇALVES, Diogo Costa, Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas- Volume I, 1.ª Edição, AAFDL EDITORA, p. 25.

O ano de 1991 foi essencial no que concerne à regulamentação da organização, funcionamento e operações dos mercados de valores mobiliários²² através da entrada em vigor do Código do Mercado de Valores Mobiliários.

O art. 527.º, n.2, al. a) do CódMVM dispunha que *«equiparam-se às sociedades com subscrição pública a que se refere a alínea a) do n.º 1 do artigo 313.º do Código das Sociedades Comerciais as sociedades que, embora não possam qualificar-se como tal segundo o disposto no artigo 284.º do mesmo Código, hajam dispersado o seu capital pelo público por qualquer outra forma não prevista neste último preceito, nomeadamente através de oferta ou ofertas públicas de venda ou troca lançadas pela própria sociedade ou pelos seus accionistas;»*. O conceito de sociedades com subscrição pública que resultava deste preceito abria a porta a novas formas de dispersão do capital social pelo público, quer ampliando as balizas do previsto no CSC, quer através da utilização do advérbio *«nomeadamente»* que traduz a natureza meramente exemplificativa (e não taxativa) do artigo.

Contudo foi, de facto, o ano de 1995 que ditou uma nova etapa no percurso legislativo das sociedades abertas, ao abrigo do Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de outubro. Aditando a al. j) ²³ ao n.º 1 do art. 3.º do CódMVM, este Decreto, introduziu uma nova denominação – *«sociedades de subscrição pública»*²⁴– e com ela a enumeração taxativa de situações indicadoras de que determinada sociedade tem parte ou a totalidade do seu capital social difuso.

Assim, e tendo em conta que esta (nova) noção veio acrescer e não substituir a já existente, tínhamos àquela data, no nosso ordenamento jurídico, concomitantemente duas expressões: sociedades com subscrição pública e sociedades de subscrição pública. Através de uma leitura e análise comparativas é facilmente perceptível que o conceito societário é

²² Tal como nos indica a letra do art. 1.º: *«o presente diploma tem por objecto estabelecer os princípios e disposições fundamentais por que se regerão a organização, o funcionamento e as operações dos mercados de valores mobiliários e as actividades que nesses mercados exerçam todos os agentes que neles intervêm.»*

²³ *«Sociedades de subscrição pública - as sociedades que tenham parte ou a totalidade do seu capital disperso pelo público em virtude de se haverem constituído com apelo a subscrição pública, de, num aumento de capital, terem recorrido a subscrição pública, ou de as suas acções estarem ou haverem estado cotadas em bolsa ou terem sido objecto de oferta pública de venda ou de troca, ou de venda em bolsa, nos termos do artigo 366.º do presente Código.»*

²⁴ Negrito nosso.

menos amplo e completo do que aquele que nos é oferecido pelo legislador mobiliário²⁵. Em termos mobiliários considera-se que, para além do previsto na lei societária, as sociedades cujas ações já tenham estado cotadas em bolsa ou tenham sido objeto de oferta pública de venda ou de troca, ou de venda em bolsa também sejam consideradas sociedades de subscrição pública.

Perante este cenário e aqui chegados, impõe-se tecer duas notas: não só utilização síncrona destes dois vocábulos não aparentava ser sustentável, como as denominações escolhidas não foram as mais felizes, uma vez que a subscrição pública não era o único meio previsto, naqueles dois artigos, para a abertura do capital social ao público²⁶.

Foi, então, no ano de 1999 que nasceu a designação «*sociedade com o capital aberto ao investimento público*», «(...) *pondo assim cobro à assystematicidade patente nas divergências de nomen iuris e de disciplina entre o Código das Sociedades Comerciais e o Código do Mercado dos Valores Mobiliários*²⁷». O Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro – que aprovava o novo Código dos Valores Mobiliários – consagrou a expressão (abreviada) «sociedade aberta» no art. 13.º do CVM. Tal designação veio, naturalmente, radicar a (co) existência das expressões «sociedade de subscrição pública» e «sociedade com subscrição pública», harmonizando e unificando tal matéria. Nesta linha, o novo Código ao condensar o regime jurídico no capítulo IV finda um percurso legislativo “montanhoso” de treze anos. Apenas notar que o CSC manteve nos seus arts. 279.º a 283.º as disposições normativas relativas à constituição de sociedades com apelo a subscrição pública.

3. (Falta de) noção de sociedade aberta e preliminares situações para abertura do capital social

Se observarmos a letra do art. 13.º do CVM o legislador mobiliário ao invés de nos ter oferecido o conceito de sociedade com o capital aberto ao investimento público, optou por consagrar, tal como nos indica a epígrafe, um conjunto de «*critérios*» de atribuição da

²⁵ GOMES, José Ferreira, / GONÇALVES, Diogo Costa, Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas- Volume I, 1.ª Edição, AAFDL EDITORA, p. 26.

²⁶ CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 4.ª Edição, Almedina, 2018 p. 601. E ainda, GOMES, José Ferreira, / GONÇALVES, Diogo Costa, Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas- Volume I, 1.ª Edição, AAFDL EDITORA, p. 26.

²⁷ Como explica o art. 8.º do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro.

qualificação de sociedade aberta. As diversas alíneas do n.º 1 do art. 13.º do CVM, mais rigorosamente cinco alíneas, tipificam as circunstâncias que, uma vez verificadas, atribuem de modo automático²⁸ tal qualificação. Vejamos, de forma sumária, cada uma das situações²⁹.

Podemos extrair da primeira alínea que as sociedades constituídas «*através de oferta pública de subscrição*» desde que «*dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal*³⁰» consideram-se *ab initio* sociedades abertas. O capital social encontra-se disperso pelo público a partir do momento da constituição da sociedade, “desde o primeiro dia”, por esse motivo é originária³¹ a aquisição da qualidade de sociedade aberta. Inevitavelmente a al. a) remete-nos para os arts. 279.º a 283.º do CSC³² e arts. 168.º e 169.º do CVM. O n.º 2 do art. 279.º do CSC denomina de «*promotores*» a(s) pessoa(s) que promovem a constituição de sociedade anónima com apelo a subscrição pública de ações.

Ora, como o próprio nome indica, são eles os responsáveis pela promoção e execução de todo o processo constitutivo, devendo garantir a subscrição e realização integral das ações cuja soma (dos valores nominais ou dos valores de emissão de cada ação) deverá corresponder, pelo menos, ao capital social mínimo legalmente previsto (ou seja, 50.000 euros³³). É de salientar que tais ações são inalienáveis durante o período de dois anos, a contar do registo definitivo da sociedade, e declarar-se-ão nulos quaisquer negócios

²⁸ Como faz notar Paulo Câmara, op. cit. p. 605, «*a eficácia que se desprende do estatuto de sociedade aberta não depende de uma declaração judicial ou administrativa.*».

²⁹ Urge apenas notar que o art. 204.º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas vem acrescentar uma situação de atribuição da qualidade de sociedade aberta as sociedades emittentes «*de ações em que sejam convertidos créditos sobre a insolvência independentemente do consentimento dos respetivos titulares.*».

³⁰ Paula Costa e Silva, “O domínio da sociedade aberta e seus efeitos”, Direito dos Valores Mobiliários, Volume V, 2004, p. 328, tece algumas considerações críticas quanto a este ponto. Apesar de compreender as razões que levaram o legislador a consagrar tal restrição – pretende-se sujeitar ao regime previsto apenas as sociedades cujo capital fosse detido por pessoas residentes ou com estabelecimento em Portugal (art. 108.º, n.º 1 CVM) –, afirma que a técnica legislativa adotada não foi a melhor uma vez que, para efeitos de qualificação de uma sociedade como aberta, deveria ser irrelevante a residência ou o estabelecimento do público. O público pode, de facto, condicionar o regime aplicável, mas nunca deveria interferir com a qualificação.

Para mais desenvolvimentos sobre a importância da lei portuguesa para a qualificação (ou não) de uma sociedade como aberta, vide 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 Revista de Direito das Sociedades, Ano IV, Número 2, Almedina, 2017, pp. 221-235.

³¹ GOMES, José Ferreira, / GONÇALVES, Diogo Costa, Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas- Volume I, 1.ª Edição, AAFDL EDITORA, p. 85.

³² CORDEIRO, A. Barreto Menezes, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 2.ª Edição, Almedina, 2018, p. 338. E ainda, CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 4.ª Edição, Almedina, 2018, p. 605.

³³ Naturalmente, para o regime geral.

obrigacionais celebrados durante tal período (art. 279.º, n.º 2 *in fine*). Quanto a este artigo impõe-se tecer duas notas: desde logo, a letra da lei apenas aponta a consequência da nulidade caso os negócios celebrados tenham tido como objeto a oneração ou alienação das ações, o que nos leva a crer que se o efeito transmissivo das ações, ou seja a transferência efetiva do direito de propriedade, estiver sujeito a condição suspensiva ou se, por exemplo, estiver em causa a celebração de um contrato promessa de alienação das ações após referido período, estes negócios jurídicos não devem ser declarados nulos³⁴; a segunda nota tem que ver com o facto de que a nulidade apenas afeta as ações correspondentes ao capital social mínimo legalmente exigido³⁵, a utilização do pronome demonstrativo «essas» reforça esta mesma ideia.

Como contraparte deste negócio jurídico encontramos os subscritores, sujeitos da relação jurídica cujo papel prende-se essencialmente com a subscrição das ações colocadas no mercado pelos promotores, de modo a que estes últimos não só alcancem o investimento económico-financeiro desejado, como também evitem a subscrição incompleta de ações³⁶. Previsto no n.º 1 do art. 280.º do CSC, este último cenário, tem como consequências «o cancelamento do registo provisório» e obrigatoriedade de os promotores publicarem «um anúncio em que informem os subscritores de que devem levantar as suas entradas».

Como afirma Paulo Câmara, a oferta pública de distribuição é «a categoria que envolve todas as ofertas em que haja um apelo a uma decisão de investimento: quer decisão de subscrição, quer decisão de compra.³⁷». Ora, a oferta pública de subscrição e a oferta pública de venda são ramificações da oferta pública de distribuição. Na oferta pública de subscrição os promotores assumem a posição de oferentes – apelam a uma decisão de subscrição de valores mobiliários por parte dos “subscritores” – que ocupam a posição de destinatários.

Após o regular funcionamento da subscrição (da totalidade) de ações e não existindo nenhum facto impeditivo da constituição da sociedade os promotores devem, nos

³⁴ Partilhamos a opinião de GOMES, José Ferreira, / GONÇALVES, Diogo Costa, Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas- Volume I, 1.ª Edição, AAFDL EDITORA, p. 87.

³⁵ «Se os promotores subscreverem ações em montante superior a essa cifra de capital, nada impede a alienação (ou oneração) daquelas ações que excedam o valor subscrito a esse título.» – GOMES, José Ferreira, / GONÇALVES, Diogo Costa, Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas- Volume I, 1.ª Edição, AAFDL EDITORA, p. 87.

³⁶ GOMES, José Ferreira, / GONÇALVES, Diogo Costa, Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas- Volume I, 1.ª Edição, AAFDL EDITORA, p. 89.

³⁷ CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 4.ª Edição, Almedina, 2018, p. 662.

termos do art. 281.º, n.º 1 do CSC, convocar todos os subscritores para uma assembleia. Tanto a epígrafe deste último artigo como o texto da aliena a) do seu n.º 7 permitem-nos afirmar que a natureza de tal assembleia é constitutiva, ou seja, o seu principal propósito reside na constituição da sociedade «*nos precisos termos do projeto registado*», de acordo com o art. 279.º, n.º 3 do CSC. Quanto ao contrato de sociedade, este «*deve ser celebrado por dois promotores e pelos subscritores que entrem com bens diferentes de dinheiro*» (art. 283.º, n.º 1 do CSC).

Uma vez que a linguagem utilizada pelo legislador na al. b) não foi a mais clara, impõe-se a divisão do texto em dois segmentos para uma melhor compreensão e distinção das duas situações aí apresentadas: emissão de ações ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição **ou** aquisição de ações que tenham sido objeto de oferta pública de subscrição.

Contrariamente à alínea anterior, esta baliza as situações em que as sociedades tencionam abrir o seu capital ao investimento público após a sua constituição, não sendo síncronos os momentos da constituição da sociedade e da aquisição de tal qualidade. Na alínea b) enquadram-se os casos em que determinada sociedade, em circunstância ulterior à sua constituição, ao emitir ações (ou outros valores mobiliários) objeto de oferta pública de subscrição adquire automaticamente o “rótulo” de sociedade aberta. Um exemplo ilustrativo é o caso de uma sociedade pretender aumentar o seu capital social através de oferta pública de subscrição³⁸.

O segundo segmento é aquele que suscita maior dúvida, visto que se interpretarmos a norma sem qualquer rigor e de modo literal parece não fazer sentido. Vejamos. A expressão «*que tenham sido objeto de oferta pública de subscrição*» remete-nos para a ideia (incorreta) de que a sociedade já realizou anteriormente uma oferta pública de subscrição e conseqüentemente adquiriu a qualidade de aberta³⁹. Entendemos que a intenção do legislador

³⁸ SILVA, Paula Costa e, “O domínio da sociedade aberta e seus efeitos”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume V, 2004, p. 329. Para mais desenvolvimentos quanto aos interesses em presença na oferta pública das ações resultantes do aumento de capital - GOMES, José Ferreira, / GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.*, pp. 97-98.

³⁹ PINTO, Rita Oliveira, A extinção do estatuto da sociedade aberta, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2021, p. 265. Em sentido contrário, SILVA, Paula Costa e, *op. cit.*, pp. 328-330: «(...) *como pode um valor conferir o direito à subscrição de um valor que já foi objeto de uma oferta pública de subscrição? Um valor subscreve-se uma única vez. Depois de subscrito, será objecto de operações de mercado secundário.*».

nesta segunda parte foi enquadrar os casos em que existe de facto uma oferta pública de subscrição de outro tipo de valores mobiliários⁴⁰, contudo as ações que conferem direitos de aquisição ou de subscrição não foram objeto de tal oferta⁴¹.

A alínea c) atribui a qualidade de aberta à sociedade que tem, ou tenha tido, as suas ações ou outros valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal⁴². A circunstância de uma sociedade admitir a negociação das suas ações em mercado regulamentado é inerente à abertura do seu capital ao investimento público. Apesar de o art. 198.º do CVM enunciar diversas «*formas de organização de negociação de instrumentos financeiros*⁴³» cujo o funcionamento é permitido em Portugal, a letra do artigo 13.º, n.º 1, al. c) é clara no sentido em que apenas releva, para tal efeito, a negociação em mercado regulamentado⁴⁴. Atentemos, agora, na ressalva consagrada na letra do art. 13.º, n.º 1, al. c): «(...) *que estejam ou tenham estado*⁴⁵ admitidas à negociação em mercado regulamentado». Esta evidencia que a decisão de exclusão da negociação em mercado regulamentado não tem como consequência direta e imediata a perda da qualidade de aberta, sendo necessária uma decisão positiva da CMVM, como veremos *infra*⁴⁶.

Diferentemente, a situação espelhada na alínea d) não encontra origem no arbítrio da sociedade ou da maioria dos sócios. A verdade é que, neste caso, a iniciativa e atuação de apenas um (ou mais) sócio(s) pode mudar por completo o rumo e destino da sociedade. Consta desta quarta alínea que qualquer sociedade emitente que “testemunhe” a dispersão

⁴⁰ Mais especificamente: obrigações convertíveis em ações, *warrants* autónomos ou obrigações que confirmam direito a subscrever ações. ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*- Volume 1, 7.ª Edição, Coimbra Editora, 2013, p. 546.

⁴¹ Partilhamos a opinião de PINTO, Rita Oliveira, *op. cit.* p. 265.

⁴² Esta alínea remete-nos para a noção utilizada no CódMVM de «*Mercado secundário - o conjunto dos mercados de valores mobiliários organizados para assegurar a compra e venda desses valores mobiliários depois de distribuídos aos investidores através do mercado primário*» (art. 3.º, n.º 1, al. d)).

⁴³ Nomeadamente: mercados regulamentados; sistemas de negociação multilateral; sistemas de negociação organizado e internalização sistemática.

⁴⁴ «São mercados regulamentados os sistemas que, tendo sido autorizados como tal por qualquer Estado membro da União Europeia, são multilaterais e funcionam regularmente a fim de possibilitar o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos.», art. 199.º, n.º 1 do CVM.

⁴⁵ O negrito é nosso.

⁴⁶ É de destacar a preocupação e a “chamada de atenção” do legislador em cobrir este tipo de situações.

pelo público de ações correspondentes a mais de 10%⁴⁷ do seu capital social, no âmbito de uma oferta pública de venda ou no contexto de uma oferta pública de troca, considerar-se-á aberta. É facilmente perceptível que tal modificação – de sociedade fechada para aberta – é extremamente transformadora e as consequências que dela advêm não só afetam a sociedade, como os acionistas, daí que a percentagem legalmente prevista seja considerável. Tendo como fim obstar penosas alterações e atribuindo primazia à tutela das expectativas dos acionistas, o nosso legislador concebeu no n.º 2 do art. 13.º do CVM uma “barreira” potestativa por forma a condicionar este tipo de ação que, como vimos, pode ter como pilar uma decisão unilateral de um único sócio⁴⁸, originando uma situação de sujeição à vontade alheia por parte da sociedade. Concretizando, as sociedades dispõem da faculdade de condicionar o lançamento de uma oferta pública de venda ou de troca de ações nominativas (da qual resulte a abertura do capital) a prévia deliberação da assembleia geral. No fundo, a lei deixa ao critério de cada sociedade a construção e previsão deste obstáculo por via estatutária. Tal significa que, caso os estatutos nada refiram, o cenário de abertura do capital social ao investimento público torna-se uma realidade inelutável⁴⁹.

Prevendo as últimas situações de atribuição da qualidade de sociedade aberta, a alínea e) dispõe que se considera aberta: *«a sociedade resultante de cisão de uma sociedade aberta ou que incorpore, por fusão, a totalidade ou parte do seu património.»*.

Podemos, portanto, concluir que a atribuição da qualidade de sociedade aberta ocorre somente quando seja possível a inserção da situação em que a sociedade se encontra numa das alíneas do art. 13.º O momento a considerar, para efeitos de aquisição da qualidade, deverá ser aquele em que a sociedade se encontre num situação irreversível no que diz respeito à abertura do capital ao público⁵⁰.

⁴⁷ A mesma percentagem, 10%, é utilizada no art. 233.º, n.º 1, al. b) do CVM. Esta norma diz respeito à apresentação do pedido de admissão à negociação de valores mobiliários por titulares de pelo menos 10% dos valores mobiliários emitidos, caso a sociedade já tenha a qualidade de aberta.

⁴⁸ Tal raciocínio foi exposto no art. 8.º do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro: *«em ordem a limitar as situações de aquisição involuntária da qualidade de sociedade aberta, admite-se a possibilidade de as sociedades fechadas ao investimento do público estabelecerem uma cláusula estatutária fazendo depender a realização de oferta pública de venda ou de troca de autorização da assembleia geral (n.º 2 do art. 13.º).»*.

⁴⁹ Cfr. CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 606; e ainda ALMEIDA, António Pereira de, *op. cit.* p. 547.

⁵⁰ Seguimos a linha de pensamento de Paulo Câmara. O autor especifica o critério adotado afirmando: *«tal ocorrerá no momento do apuramento, com êxito, de resultados de oferta de distribuição, do registo de fusão ou cisão ou da admissão à negociação em mercado, consoante os casos.»*, CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 607.

4. Traços gerais do regime jurídico

Aqui chegados, não é novidade que as sociedades anónimas podem vestir uma capa de sociedade aberta. Possuir a “configuração legal” de sociedade anónima é condição *sine qua non* para uma sociedade adquirir a qualidade de aberta.

Recordar que quando nos referimos a sociedade aberta podemos fazê-lo *lato sensu* – sociedades abertas em sentido estrito e sociedades abertas não emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado–, ou *stricto sensu* – somente as sociedades cotadas.

Ante o exposto, analisemos, de forma breve, o regime jurídico (especial) aplicável a este tipo de sociedades.

Podemos afirmar que, de certa maneira, existe uma relação de especialidade entre o CVM e o CSC, vejamos. As sociedades abertas são, em primeira linha, sociedades anónimas⁵¹ e, como tal, estão sujeitas em termos amplos e gerais às normas aplicáveis a estas últimas, presentes no CSC. Já o CVM estabelece as normas específicas para as sociedades abertas⁵².

No que toca às sociedades abertas em sentido estrito as disposições normativas nucleares encontram-se no Capítulo IV do CVM. Como vimos, desde 1999 que as disposições especiais aplicáveis a estas sociedades se encontram de modo unitário e coeso naquele código.

Quanto ao regime aplicável às sociedades emitentes de ações ou outros valores mobiliários encontra-se (dividido) em ambos os códigos (CVM e CSC⁵³) e, ainda, no Regulamento da CMVM n.º 5/2008.

A primeira especificidade do regime jurídico destas sociedades prende-se com a obrigação, imposta no art. 14.º do CVM, de mencionarem a sua qualidade de sociedade aberta nos atos externos⁵⁴. Ora, este dever de publicidade é essencial para todos os terceiros

⁵¹ Ou, como foi referido, sociedades em comandita por ações.

⁵² CÂMARA, Paulo, *op. cit.* pp. 607 e ss. GOMES, José Ferreira, / GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.* pp. 105-114.

⁵³ CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 609.

⁵⁴ Todas as sociedades comerciais têm de indicar obrigatoriamente o conjunto de menções dispostas no art. 171.º do CSC no âmbito da sua atividade externa. As sociedades abertas para além destas menções previstas

que efetiva ou potencialmente se relacionem com a sociedade. De outra forma, muito dificilmente as pessoas externas à sociedade conseguiram, de forma tão evidente e facilitada, ter conhecimento de tal especificidade.

A preocupação pela igualdade encontra-se vertida no art. 15.º do CVM, em especial o tratamento igual entre titulares de valores mobiliários que pertençam à mesma categoria. Epigrafiado «*igualdade de tratamento*», este artigo consagra legalmente aquele que é um dos pilares essenciais do regime destas sociedades⁵⁵. Tal direito-dever reflete-se, naturalmente, em inúmeras normas deste Código, conferindo certos direitos aos investidores-acionistas e impondo determinados atos à sociedade.

Tendo como horizonte os traços caracterizadores da sociedade aberta compreende-se que exista uma atitude protecionista redobrada quanto aos acionistas⁵⁶, que se espelha, desde logo, no acesso à informação. Particularmente aqui, os pilares da informação, comunicação e transparência adquirem um grau de relevância extrema. A icónica expressão popular “tempo é dinheiro” traduz aquele que deve ser o funcionamento interno de uma sociedade aberta no que concerne ao acesso atempado de documentos e dados importantes para a decisão (ou não) de investimento, acompanhamento do funcionamento da sociedade e conhecimento das decisões dos órgãos sociais. Quando a participação social de um acionista for considerada relevante⁵⁷, atribuindo-lhe o papel de titular de participação qualificada, fica obrigado a informar a sociedade participada e a CMVM de tal facto (art. 16.º CVM). Por sua vez, o art. 17.º do CVM obriga a sociedade a divulgar tal comunicação pelo público (n.º 1) e impõe-lhe o dever de informar a CMVM quando tome conhecimento ou existam fortes indícios de incumprimento dos deveres de informação consagrados no art. 16.º (n.º 2). Outro dever de comunicação imposto aos acionistas prende-se com a celebração de acordos parassociais (art. 19.º CVM)⁵⁸. As normas relativas à assembleia geral e consequentes deliberações sociais encontram-se nos arts. 21.º-B, 22.º, 23.º, 23.º-D, 24.º, 25.º

no artigo anterior devem ainda mencionar a sua qualidade de sociedade aberta. Daí que seja uma norma complementar e específica da prevista no CSC.

⁵⁵ Ora, impõe-se salientar que a preocupação pela igualdade de tratamento não é, evidentemente, característica única e exclusiva das sociedades abertas contudo e uma vez que é aqui vertida numa norma não podíamos ficar indiferentes e não tecer o nosso comentário.

⁵⁶ Principalmente os minoritários.

⁵⁷ Chamamos à colação o art. 20.º do CVM que determina as regras quanto à imputação de direitos de voto. Nas palavras de Paulo Câmara é a «*técnica utilizada (...) para identificar, medir e divulgar a influência acionista em sociedades abertas.*», *op. cit.* p. 612.

⁵⁸ Caso estes visem «*adquirir, manter ou reforçar uma participação qualificada em sociedade aberta ou assegurar ou frustrar o êxito de oferta pública de aquisição devem ser comunicados à CMVM por qualquer dos contraentes no prazo de três dias após a sua celebração.*».

e 26.º do CVM. Existiu um claro esforço por parte do legislador⁵⁹ em agilizar e facilitar o processo deliberativo, como são exemplos o voto por correspondência e a nomeação de um procurador, promovendo desta forma assembleias gerais (mais) participadas.

Quanto aos emitentes de ações ou outros valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado⁶⁰, o regime jurídico afigura-se bastante rigoroso. Os valores da informação, comunicação e transparência, mencionados *supra*, ditam um conjunto de normas restritivas quando comparadas com as sociedades abertas “em sentido amplo”.

As percentagens de direito de voto correspondente ao capital social para aferição de participação qualificada apresentadas nos termos do art. 16.º, n.º 2, al. a) do CVM) são de 5%, 15% e 25%. Contudo, é de salientar que no que diz respeito às sociedades emitentes sujeitas a lei pessoal portuguesa a percentagem imposta é de 2% (al. b)). Quanto a informações relativas à identificação dos seus acionistas, estas sociedades, têm o direito de solicitá-las à entidade gestora do sistema centralizado (art. 29.º-B). Encontram-se vinculadas a um conjunto de normas específicas respeitantes à informação relativa a instrumentos financeiros admitidos à negociação e transações com partes relacionadas (arts. 244.º e ss.). Como não podia deixar de ser também aqui se encontra imposta a obrigação de divulgação do relatório e contas anuais⁶¹ e o cumprimento do compromisso de manterem disponível o acesso aos mesmos durante, pelo menos, uma década (art. 245.º CVM). Mas, o dever de informação evidencia-se na obrigação imposta a estas sociedades, nos termos do art. 245.º-A do CVM, de divulgarem «(...) *em capítulo do relatório anual de gestão especialmente elaborado para o efeito ou em anexo a este, um relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário (...)*»⁶². No ano de 2018 entrou em vigor o Código de Governo

⁵⁹ Imposto pelo legislador comunitário, diga-se.

⁶⁰ Art. 13.º, n.º 1, al. c) do CVM.

⁶¹ «*No prazo de quatro meses a contar da data de encerramento do exercício.*».

⁶² As primeiras Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas remontam ao ano de 1999 e tinham a assinatura da CMVM. Faziam jus ao nome uma vez que do documento resultavam meras recomendações de divulgação, por parte das sociedades cotadas, da adoção ou do grau de adoção às mesmas, sem qualquer carácter imperativo. Em 2001, o Regulamento da CMVM n.º 7/2001 veio ditar um cenário diferente impondo às sociedades o *dever de divulgar o grau e modo de adoção das Recomendações*. O Regulamento ressaltava que tal imposição não era sinónimo de obediência, mas sim de obrigação de *divulgação de informação sobre diversos aspetos ligados ao governo societário, para que o mercado possa ajuizar da bondade das opções tomadas*. Em 2007 codificaram-se as Recomendações naquele que foi o primeiro Código de Governo das Sociedades. Três anos mais tarde, a par da publicação de um novo código e da manutenção do modelo de regulação por parte da CMVM, admite-se a possibilidade (art. 1.º, n.º 1 do Regulamento da CMVM n.º 1/2010) de as sociedades adotarem um código de governo que não o da CMVM, desde que preenchesse os requisitos

das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance*, substituindo e revogando o Código da CMVM⁶³. Assim, passou a vigorar um modelo de auto-regulação no qual compete à CMVM a única e exclusiva tarefa de supervisão. Estas sociedades dispõem de um conjunto de normas especiais quanto às assembleias gerais e matérias relacionadas, a saber: art. 21.º-B, n.º 2, al. a), art. 21.º-C, art. 22.º-A, art. 23.º, n.º 2, art. 23.º-A, art. 23.º-B, art. 23.º-C, art. 23.º-E do CVM. Os arts. 26.º-A a 26.º-F do CVM consagram a disciplina relativa à política de remuneração.

Como referido *supra*, as normas aplicáveis às sociedades cotadas encontram sede legal não só no CVM, como também no CSC. Observemos algumas das normas mais relevantes. Os membros da mesa da assembleia geral têm de cumprir os requisitos de independência e incompatibilidades previstos nos artigos 414.º, n.º 5 e 414.º-A (art. 374.º-A). Quanto ao regime da responsabilidade civil dos administradores destas sociedades, a especificidade encontra-se no valor-base, de 250.000 euros, imposto legalmente para a caução, contudo esta pode ser substituída por um contrato de seguro (art. 396.º, n.º 1 e 2). Caso a sociedade ultrapasse dois dos limites previstos nas subalíneas⁶⁴ do art. 413.º, n.º 2, al. a), deverá adotar seguinte estrutura de fiscalização: um conselho fiscal e um revisor oficial de contas ou uma sociedade de revisores oficiais de contas que não seja membro daquele órgão. O conselho fiscal e a comissão de auditoria e a comissão do conselho geral e de supervisão para matérias financeiras devem ser compostos por uma maioria de membros independentes (art. 414.º, n.º 6, art. 423.º-B, n.º 5, art. 444.º, n.º 6, respetivamente). A designação de um secretário⁶⁵ da sociedade e seu suplente é imperativa (arts. 446.º-A a 446.º-F).

patentes no n.º 2 do art. 1.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2010. Em 2013, regista-se a publicação de um novo código e a boa nova de que as sociedades podem sem qualquer tipo de justificação adotar um código diferente, contudo manteve-se o mote “*comply or explain*”, espelhado de forma clara no art. 1.º, n.º 3 do Regulamento da CMVM n.º 4/2013: «*os emitentes devem explicar, de modo efetivo, justificado e fundamentado, a razão do não cumprimento das recomendações previstas no código de governo das sociedades adotado (...)*».

⁶³ Por via e nos termos do Protocolo celebrado entre CMVM e Instituto Português *Corporate Governance* em 13 de Outubro de 2017.

⁶⁴ «i) *Total do balanço: € 20 000 000;*

ii) Volume de negócios líquido: € 40 000 000;

iii) Número médio de empregados durante o período: 250;».

⁶⁵ No país vizinho, Espanha, utiliza-se a denominação secretário do conselho de administração, CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 610.

5. Uma análise crítico-reflexiva do papel das sociedades abertas

O fechar deste capítulo impõe a resposta (ou pelo menos a reflexão) a duas questões que naturalmente surgem com a leitura do mesmo.

Devemos autonomizar as sociedades abertas como um tipo de sociedade comercial?

Fará sentido a manutenção, no nosso ordenamento jurídico, da figura de sociedade aberta?

Para a discussão destes dois temas cumpre apenas deixar claro que ambas as questões se referem à sociedade aberta em sentido amplo, contudo iremos tratar das duas problemáticas em momentos diferentes, porque exigem explicações também diferentes.

A resposta negativa à primeira questão é, hoje, largamente aceite e apresentada pela doutrina⁶⁶. Vimos que a sociedade aberta configura um subtipo da sociedade anónima⁶⁷ e que apresenta especificidades quanto ao seu regime jurídico. A pergunta nuclear é: apresentam essas especificidades densidade material suficiente para a emancipação dessa “qualidade” como tipo societário autónomo? No nosso entender rejeitamos, igualmente, tal visão. Vejamos porquê.

Primeiramente a qualidade de sociedade aberta pode ser adquirida sem que exista prévia decisão ou vontade da sociedade, como supramencionado. No fundo, a vinculação a um estatuto e normas especiais pode não depender de um juízo decisório da sociedade, mas sim de uma tomada de decisão individual de um acionista. O mesmo se sucede com a perda dessa qualidade, uma vez que pode verificar-se sem o consentimento da sociedade.⁶⁸ Distinto cenário constata-se quanto aos tipos societários previstos legalmente. «*São sociedades comerciais aquelas que (...) adotem o tipo de sociedade (...)*» (art. 1.º, n.º 2 CSC). Ora, é imperativo que se verifique uma demonstração de vontade do tipo societário que se pretenda optar⁶⁹. Escolha essa que deve unicamente depender da decisão livre e consciente da sociedade.

⁶⁶ ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*- Volume 1, 7.ª Edição, Coimbra Editora, 2013. CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª Edição, Almedina, 2018, pp. 635- 637. CORDEIRO, A. Barreto Menezes, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª Edição, Almedina, 2018, pp. 336., p. 539. PINTO, Rita Oliveira, *A extinção do estatuto da sociedade aberta*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2021, p. 265.

⁶⁷ Ou da sociedade em comandita por ações.

⁶⁸ CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 635.

⁶⁹ *Ibidem*, p. 635.

Conseguimos compreender que o regime altera consoante se trate de uma sociedade aberta em sentido estrito ou de uma sociedade cotada. Para mais, é importante salientar que o regime das sociedades abertas é, por vezes, bastante permissivo e moldável, o que torna a tarefa da sua delimitação e caracterização bastante árdua e pouco precisa. Atentemos a título exemplificativo nos arts. 13.º, n.º 2⁷⁰ e 187.º, n.º 4⁷¹ do CVM, que refletem duas situações em que a lei permite que os estatutos sociais “alterem” o rumo do regime jurídico destas sociedades⁷².

Como última nota, apenas mencionar que impende sobre as sociedades cotadas – sociedades abertas emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado – um regime jurídico mais restrito e exigente. Como tivemos oportunidade de explanar, os deveres de informação, independência e transparência apresentam-se de modo mais enraizado e denso nas normas societárias e mobiliárias aplicáveis a estas sociedades⁷³. Tanto o legislador societário como (e principalmente) o legislador mobiliário demonstram uma notória preocupação em tutelar os interesses dos acionistas-investidores, assegurando o adequado regime e funcionamento que as especificidades destas sociedades exigem, e, em última, instância o bom funcionamento e a manutenção da confiança nos mercados.

A atenção e preocupação demonstradas legalmente quanto às sociedades emitentes de valores mobiliários encaminha-nos para o segundo ponto da reflexão: devemos eliminar o estatuto de sociedade aberta?

Primeiramente impõe-se observar a realidade jurídica de outros países quanto a esta temática e em seguida analisar a questão colocada.

A doutrina e legislação pátria traçam uma linha distintiva entre sociedades abertas e sociedades fechadas ao investimento do público. Portugal consagrou esta designação dicotómica ímpar, sem paralelo noutros países. Todavia, este não foi o caminho escolhido

⁷⁰ «Os estatutos das sociedades podem fazer depender de deliberação da assembleia geral o lançamento de oferta pública de venda ou de troca de ações nominativas de que resulte a abertura do capital social nos termos da alínea d) do número anterior.»

⁷¹ O dever de lançar oferta pública de aquisição que impende sobre quem detenha uma participação em sociedade aberta que ultrapasse, diretamente ou nos termos do n.º 1 do art. 20.º, um terço de direito de voto correspondentes ao capital social pode ser suprimido por via estatutária.

⁷² *Ibidem*, p. 637.

⁷³ *Ibidem*, p. 636.

no palco internacional. “Lá fora” a distinção ocorre entre sociedade privada (*private company or corporation*) e sociedade pública (*public company or corporation*).

No Reino Unido existem dois fatores decisivos na distinção entre estes dois tipos de sociedade: as sociedades privadas estão proibidas de realizar ofertas públicas e as sociedades públicas têm de respeitar o requisito mínimo legalmente previsto quanto ao capital social⁷⁴. Encontra-se consagrado no *Companies Act 2006* que uma sociedade privada é qualquer sociedade que não seja pública e, por sua vez, a sociedade pública é uma empresa limitada por ações ou limitada por garantia cujo capital social tem de cumprir o conjunto de requisitos dispostos naquela lei^{75 76}.

Nos Estados Unidos o foco da distinção reflete-se no número de acionistas que compõem a sociedade e no papel e poder que estes apresentam na sociedade⁷⁷. As sociedades privadas são constituídas por um número reduzido de sócios (sociedades familiares, por exemplo) e a propriedade e o controlo concentram-se nas mesmas pessoas⁷⁸. Por outro lado, nas sociedades públicas verifica-se um elevado número de acionistas cuja influência na sociedade é diminuta, uma vez que a sua participação social corresponde a uma ínfima percentagem do capital social. A propriedade e o controlo encontram-se segregadas em diferentes pessoas e os acionistas podem a qualquer momento cortar o vínculo que as liga à sociedade, vendendo as suas ações⁷⁹.

Em França foi no ano de 1966 que a lei das sociedades comerciais acolheu e dedicou normas específicas às *sociétés faisant appel à l'épargne* e tal como ocorreu, mais tarde, em Itália a par da regulamentação deste tipo de sociedades nasceram autoridades de supervisão especializada nesta matéria⁸⁰.

⁷⁴ Part 20 of *Companies Act 2006*.

⁷⁵ Part 1- «4. *Private and public companies* (1)A “private company” is any company that is not a public company. (2)A “public company” is a company limited by shares or limited by guarantee and having a share capital— (a)whose certificate of incorporation states that it is a public company, and (b)in relation to which the requirements of this Act, or the former Companies Acts, as to registration or re-registration as a public company have been complied with on or after the relevant date. (3) For the purposes of subsection (2)(b) the relevant date is— (a)in relation to registration or re-registration in Great Britain, 22nd December 1980; (b)in relation to registration or re-registration in Northern Ireland, 1st July 1983.»

⁷⁶ Para mais desenvolvimentos, vide JONG, Bas J. de, *The Distinction between Public and Private Companies and its Relevance for Company Law*. Observations from the Netherlands and the United Kingdom, *European Business Law Review* 1-23, 2016.

⁷⁷ CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 596.

⁷⁸ HENDERSON, M. Todd / EPSTEIN, A. Richard, *Introduction to “The Going-private Phenomenon: Causes and Implications”*, *University of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 430, September 2008*, p.1.

⁷⁹ *Ibidem*, p. 1.

⁸⁰ CÂMARA, Paulo, *op. cit.* pp. 597 e 598.

Colocando-se um ponto final no presente capítulo e de modo a refletir sobre a viabilidade da manutenção da sociedade aberta no ordenamento jurídico português comecemos por sintetizar e apontar as principais linhas da nossa exposição.

A sociedade aberta portuguesa não encontra figura similar em outros ordenamentos. Como vimos, ser sociedade aberta não é, ao contrário do que acontece no restante espaço europeu, ser sociedade cotada. Ser sociedade aberta é uma qualidade que se anexa ao tipo societário anónimo ou em comandita por ações e pode ter um duplo significado: admitir os valores mobiliários à negociação em mercado regulamentado ou a sociedade realiza uma oferta pública (de subscrição, venda ou troca).

Seguidamente, o nosso regime jurídico não é claro. Vimos que a legislação nacional se encontra dispersa entre o CSC e o CVM o que origina uma variedade de regimes a aplicar⁸¹ e uma incontornável incerteza jurídica para as sociedades e (potenciais ou efetivos) investidores. Para além disso, o nosso regime jurídico não se coaduna, no que diz respeito ao “público-alvo”, com as disposições normativas consagradas a nível europeu, uma vez que o destinatário destas são (apenas) as sociedades emitentes de valores mobiliários⁸².

Para terminar, nos últimos anos não se registou nenhuma oferta pública de subscrição ou venda de ações e a admissão de ações à negociação em mercado regulamentado é cada vez menos uma realidade^{83 84}.

Toda esta conjuntura conduz, naturalmente, ao levantar da questão se devemos ou não extinguir a figura jurídica de sociedade aberta. Tendo em conta o que foi escrito até ao momento somos da opinião que devia ser eliminado o estatuto de sociedade aberta do nosso ordenamento jurídico. Por outras palavras, não só por razões a nível nacional, como também

⁸¹ Tal como demonstra PINTO, Rita Oliveira, *op. cit.* p. 276: «existe atualmente uma multiplicidade, dispersa e entroncada, de regimes jurídicos: – *Os regimes da sociedade anónima “fechada”*; – *Os regimes da grande sociedade anónima*; – *Os regimes da Sociedade Aberta*; – *Os regimes da Sociedade Aberta cujas ações estão admitidas à negociação em mercado regulamentado, e ainda – Os regimes da sociedade cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação em mercado regulamentado, que será Sociedade Aberta ou sociedade anónima “fechada”, consoante os valores mobiliários sejam, respetivamente, ações e direitos de subscrição ou aquisição de ações ou valores mobiliários representativos de dívida.*»

⁸² A título de exemplo, a Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição dispõe no art. 1.º: «*A presente directiva estabelece as medidas de coordenação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas, dos códigos de conduta e outros normativos dos Estados-Membros, (...) relativos às ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários de sociedades sujeitas à legislação dos Estados-Membros, quando esses valores mobiliários são, no todo ou em parte, admitidos à negociação num mercado regulamentado (...)*» (sublinhado nosso).

⁸³ Vide Relatório Anual da CMVM de 2019.

⁸⁴ Cfr. PINTO, Rita Oliveira Pinto, *op. cit.* p. 275.

por motivos de consonância e harmonia com o direito europeu somente o conceito de sociedade cotada devia manter-se.

Envolvido num espírito de ambição, inovação e competitividade do mercado de capitais (e inerentemente das sociedades cotadas e dos seus investidores), mas também pautando a sua atuação em linha com a legislação dos outros países europeus⁸⁵, o Governo português elaborou uma proposta de alteração ao CVM⁸⁶ – a Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.⁸⁷ – na qual sugere, entre outras medidas, a eliminação da figura de sociedade aberta. Deixando claro, ao longo de todo o documento, o sentimento de descontentamento para com o atual CVM, o Governo afirma que *«a figura da sociedade aberta não encontra paralelo em outros ordenamentos jurídicos e a sua aplicação tem-se revelado um fator gerador de incerteza nos agentes económicos, nomeadamente quanto aos critérios de qualificação, âmbito do regime e requisitos para a perda de qualidade de sociedade aberta.»*. O Governo ao priorizar e considerar a coerência do regime como um todo e atendendo às características do mercado português, pretende eliminar *«as exigências de cariz meramente nacional que são adicionais àquelas que são impostas na legislação europeia e que não encontram paralelo em outras jurisdições.»*.

Como última nota apenas referir que a manutenção da figura de sociedade aberta em sentido estrito (como apelidámos), ou seja, da sociedade cotada, implica a eliminação da última das situações previstas de perda de qualidade de sociedade aberta⁸⁸.

⁸⁵ Como podemos observar na referida proposta de revisão *«com vista a aumentar a competitividade e o desenvolvimento do mercado de capitais português, a revisão projetada prossegue objetivos de simplificação, de redução de encargos e barreiras regulatórias e de previsibilidade na atuação do supervisor, sempre com a necessária salvaguarda da proteção dos investidores e da integridade do mercado. Com efeito, num ambiente cada vez mais global, a legislação representa um fator muito importante para a atratividade e competitividade do mercado de capitais. Nessa medida, a adoção de regras próximas ou semelhantes às vigentes no espaço europeu permite torná-las mais acessíveis e mais bem compreendidas pelos agentes que atuam no mercado global, bem como assegurar que os participantes no mercado, a nível nacional, atuem num ambiente regulatório em igualdade de condições às dos seus concorrentes.»*

⁸⁶ A Proposta foi aprovada em Conselho de Ministros a 13 de maio de 2021 e deu entrada no Parlamento no dia seguinte.

⁸⁷ A votação final global da Proposta de Lei resultou na sua aprovação no dia 12 de outubro do corrente ano

⁸⁸ PINTO, Rita Oliveira Pinto, *op. cit.* p. 278.

A título de nota, observemos a conclusão do relatório da OCDE quanto aos dados recolhidos entre os anos de 2000 até 2018 quanto às razões de *delisting*, OCDE “Understanding *Delistings from the Portuguese Stock Market*”, 2020, p. 27, *«it reveals that involuntary delistings, ‘Insolvency/Liquidation’ and ‘Due to market regulations’ were rather insignificant. Instead, almost all delistings were initiated by existing shareholders or through a change in the ownership structure.»*.

CAPÍTULO II - Perda de Qualidade de Sociedade Aberta

6. Nota prévia

Conectado, de forma inevitável, com a temática anterior apresentamos o instituto da perda de qualidade de sociedade aberta⁸⁹, “o outro lado da moeda”. Para uma melhor compreensão do ponto seguinte (análise das situações que possibilitam o fecho da porta da sociedade ao investimento público) cumpre-nos tecer algumas considerações prévias.

A qualidade de sociedade aberta adquirida por uma sociedade anónima ou em comandita por ações não é inextinguível e como tal a sociedade pode perdê-la⁹⁰. Todavia, ao contrário do que acontecesse com a sua aquisição, a perda não é automática, tendo, por isso, que respeitar e seguir um procedimento previamente traçado. Resumidamente, o caminho a percorrer até ao fecho do capital social ao investimento público é composto por quatro etapas, a saber: (1) preenchimento de uma das situações expostas nas alíneas a) a c) do n.º 1 do art. 27.º; (2) apresentação de um requerimento à CMVM, por parte da sociedade (ou do oferente, no caso da al. a)), solicitando a perda dessa qualidade; (3) deferimento do pedido por parte da CMVM; (4) publicação da decisão favorável da CMVM.

Traçado o percurso, foquemo-nos na segunda e terceira etapas. A sociedade e/ou o oferente têm o ónus de requer à entidade competente – CMVM – a perda de qualidade, caso contrário, ainda que se verifique uma situação geradora dessa exclusão ou permissiva dessa perda a mesma não ocorrerá. Imaginemos, a título de exemplo, que decorreu um ano desde que a Sociedade Y tomou a decisão de excluir da negociação, em mercado regulamentado, as suas ações. Caso a Sociedade Y nada faça, no sentido de requerer a perda dessa qualidade, continuará com o “título” de aberta. Ou suponhamos, por exemplo, que CMVM indeferiu o

⁸⁹ O vínculo que as sociedades estabelecem com o mercado não é *ad aeternum*. A decisão de sair do mercado de valores mobiliários (*going private*) pode apresentar diversas motivações e modos distintos de se concretizar, contudo o propósito acaba por ser convergente em todos os casos. Nas palavras de CÂMARA, Paulo, in *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, (...), p.830: pretende-se «a *retirada de sociedades anónimas do contato com o mercado de valores mobiliários, por forma a tornar-se (mais) fechada a sua estrutura acionista (public-to-private transitions)*». Entre nós, o regime jus-societário conhece três formas de uma sociedade “fechar portas” ao mercado: o processo de perda de qualidade de sociedade aberta (analisado no presente ponto, tendo sede legal nos arts. 27.º a 29.º do CVM), a exclusão de cotação (arts. 207.º a 209.º do CVM) e a transmissão potestativa tendente ao domínio total (arts. 194.º a 197.º do CVM). A operação financeira que trataremos no presente capítulo, a perda de qualidade de sociedade aberta, tem como consequência a concentração das ações e outros valores mobiliários da sociedade num grupo “privado” de acionistas, fechando as portas ao público através de tal desqualificação.

⁹⁰ CÂMARA, Paulo, “As operações de Saída do Mercado”, in *Miscelâneas n.º 2- Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho*, Almedina, 2004, p. 100.

requerimento do Acionista X que passou a deter, na sequência de uma oferta pública de aquisição, mais de 90% de direitos de voto. Apesar de estamos perante uma clara situação de concentração de capital social o instituto da perda de qualidade de sociedade aberta pode não operar por falta de um requisito formal imperativo⁹¹.

Realizado o requerimento, a etapa que se segue em nada depende da vontade ou atuação da sociedade. A protagonista é a CMVM, cabendo-lhe analisar o pedido, averiguar o preenchimento de um dos pressupostos legalmente previstos e proceder ao deferimento ou indeferimento do mesmo. Naturalmente que a sociedade em questão deseja que a CMVM atenda ao seu pedido, proferindo uma decisão em sentido favorável. Nos termos do disposto no art. 8.º do Regulamento da CMVM n.º 7/2003, associada à decisão⁹² da CMVM relativa ao requerimento encontra-se o pagamento de uma taxa no valor de dois mil e quinhentos euros.

O último passo – publicidade da decisão favorável da CVMV– apresenta efeitos constitutivos, isto é, somente a partir da publicação daquele juízo decisório se considera eficaz a perda de tal qualidade. A publicidade daquele ato, que assinala o começo da produção de efeitos jurídicos, obedece a determinados formalismos, nomeadamente: tem de ser publicada no boletim do mercado regulamentado onde os valores mobiliários se encontravam admitidos à negociação⁹³, «(...) através de meio de comunicação de grande difusão em Portugal que seja acessível aos destinatários da informação.»⁹⁴.

Como supramencionado, a CMVM pode indeferir o requerimento. Todavia, tal não significa que a sociedade ou o oferente fiquem “de mãos e pés atados”, uma vez que é-lhes dada a possibilidade de recorrerem do juízo decisório preferido pela CMVM em sede judicial. A apreciação da decisão pertence à jurisdição dos Tribunais Administrativos e Fiscais⁹⁵ e não dos Tribunais Judiciais.

⁹¹ CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, (...), p. 842.

⁹² Quer seja em sentido positivo (concessão) ou negativo (recusa).

⁹³ Art. 28.º, n.º 1 do CVM.

⁹⁴ Art. 5.º do CVM. Chamamos ainda à colação o art. 5.º do Regulamento da CMVM n.º 5/2008, relativo aos deveres de informação e o art. 367.º do CVM.

⁹⁵ Neste sentido, acórdão do Supremo Tribunal Administrativo de 25 de outubro de 2005, proc. n.º 06/04, relator Dr. Pais Borges: «*fundamenta-se a decisão agravada no entendimento de que a imposição das providências requeridas contra a CMVM é da competência dos tribunais administrativos, uma vez que (...) a decisão sobre um pedido de perda da qualidade de sociedade aberta, nos termos do art. 27º, n.º 2 do mesmo Código, “constituem actos da CMVM que integram a respectiva esfera de poderes de autoridade, no âmbito da sua função de supervisão”.*». «*Porque a competência dos tribunais judiciais é residual, ou seja, têm competência apenas para as causas que não sejam atribuídas a outra ordem jurisdicional (cfr. artigos 211º, n.º 1 e 66º CPC), dúvidas não restam de que os tribunais judiciais não têm competência para apreciar (...) a*

Ao longo de todas as etapas que constituem o processo, o ato de publicação apenas é exigido quanto à decisão da CMVM relativamente ao pedido, endereçado pela sociedade (ou pelo oferente), de perda de qualidade de sociedade aberta. Concretizando, a decisão de fechar a porta da sociedade ao investimento público só é de conhecimento geral quando o processo se encontra concluído. A obrigatoriedade de adotar o ato de tornar pública a decisão de “fechar a sociedade” apenas se verifica uma única vez e corresponde ao fim do processo. Por conseguinte, parece não existir qualquer tipo de imposição nesta matéria no que respeita ao início do processo ou à tomada de decisão de iniciar o processo.

Não tendo como objetivo desenvolver as situações que originam a perda de qualidade de sociedade aberta, uma vez que tal matéria será desenvolvida no ponto seguinte, levantemos o véu para que possamos apenas conhecê-las e perceber melhor a presente reflexão. Os requisitos (não cumulativos) legalmente exigidos para ocorrer a perda de qualidade são: um acionista passe a deter mais de 90% dos direitos de voto na sequência de uma oferta pública de aquisição; tenha sido deliberada em assembleia geral por uma maioria não inferior a 90 % do capital social; tenha decorrido um ano desde a exclusão da negociação de ações em mercado regulamentado. Podemos, pois, inferir que somente na segunda situação descrita – decisão tomada em assembleia geral – é que todos acionistas (e o mercado) são informados *ex ante* o início do processo, através da obrigatoriedade de divulgação da convocatória de assembleia geral⁹⁶. Neste caso, todos os investidores são conhecedores de um possível processo de “desqualificação” da sociedade, antes do seu início e têm a possibilidade de contribuir através do exercício do seu direito de voto para que se realize (ou não). A utilização (repetida) do pronome indefinido “todos” não é inocente. De facto é essencial o acesso a este tipo de informação de forma igualitária, principalmente no que concerne aos sócios minoritários. Como sabemos, não raras as vezes a tomada de

legalidade da decisão da CMVM sobre um pedido de perda da qualidade de sociedade aberta nos termos do artigo 27º, n.º 2 do CVM (...).».

⁹⁶Repare-se que, apesar de o legislador mobiliário fazer referência à divulgação da convocatória de assembleia geral (arts. 21.º-B, n.º 1 e art. 23.º-A, n.º 2, al. c do CVM)), não trata de tal dever em nenhum dos artigos do CVM. Tal opção, obriga-nos a chamar à colação o CSC. O legislador societário, por sua vez, dispôs de forma direta, poupando nas palavras, que as sociedades anónimas devem publicar a convocatória (art. 377.º, n.º 1). Somos, assim, remetidos para a parte geral do CSC, mais especificamente para o art. 167.º: «**as publicações obrigatórias devem ser feitas, a expensas da sociedade, em sítio na Internet de acesso público, regulado por portaria do Ministro da Justiça, no qual a informação objecto de publicidade possa ser acedida, designadamente por ordem cronológica.** (itálico e negrito nosso).». Recordar apenas que desde o dia 1 de janeiro de 2006 os atos relativos às sociedades comerciais sujeitos a publicação obrigatória, como é o caso da publicação da convocatória de assembleia geral, são publicados em sítio da Internet de acesso público, em vez do Diário da República (Portaria n.º 590-A/2005 de 14 de Julho e Decreto-Lei n.º 49/2010 de 19 de Maio).

decisões da vida de uma sociedade aberta resulta da reunião dos sócios maioritários. Ora, o acesso privilegiado, por parte dos acionistas maioritários, a informações que lhes permitem delinear a sua conduta na sociedade contrasta, de forma evidente, com o défice a nível informativo sentido pelos sócios minoritários, que veem a sua posição social prejudicada e desprotegida.

A informação é a bússola dos agentes que atuam no mercado de capitais, é através dela que os investidores ponderam as suas decisões de investimento. A palavra-chave é transparência. Transparência das sociedades para com os investidores, transparência das sociedades para com o mercado, transparência do mercado para com as sociedades e transparência do mercado com os investidores (atuais e potenciais).

A existência de um degrau a nível informativo que segrega os sócios com uma percentagem maior de ações correspondente ao capital social daqueles que apenas possuem uma ínfima percentagem é atenuado nas sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, através do regime da prestação de informação de factos relevantes⁹⁷. Este encargo de partilhar aspetos relevantes de modo continuado no tempo, sempre que tal se justifique, é, sem dúvida alguma, um dos reflexos do regime jurídico mais exigente e rigoroso aplicável às sociedades abertas-cotadas. Os objetivos são: permitir o igual acesso a informações essenciais, para que os acionistas possam em “igualdade de circunstâncias” tomar as suas decisões; evitar informações privilegiadas, protegendo os acionistas minoritários, obstando, assim, assimetrias de informação e contribuir para a construção de um mercado confiável e eficiente⁹⁸.

Como nota final reforçar apenas que se revela necessária a divulgação do juízo decisório de perda de qualidade de sociedade aberta, independentemente do motivo previsto no catálogo do art. 27.º, sob o risco de, enquadrando-se no conceito de informação privilegiada do Regulamento Europeu sobre o Abuso de Mercado⁹⁹, configurar uma situação

⁹⁷ CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 842.

⁹⁸ No plano comunitário a Diretiva 2001/34/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 28 de Maio de 2001 relativa à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e à informação a publicar sobre esses valores, na sua versão atual de 20/01/2007, dedica o seu Título IV às *obrigações permanentes relativas aos valores mobiliários admitidos à cotação oficial* no qual o n.º 1 do art. 68.º dispõe: «a sociedade deve informar o público, logo que possível, sobre os factos novos importantes ocorridos na sua esfera de actividade que não sejam do conhecimento público e que sejam suscetíveis, devido à sua incidência sobre a situação patrimonial ou financeira ou sobre o andamento normal dos seus negócios, de provocar uma variação importante do valor das suas acções.». Tal obrigação formalizara-se, pela primeira vez, no ano de 1979, no âmbito da Diretiva 79/279/CEE do Conselho, de 5 de Março de 1979.

⁹⁹ Regulamento UE n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.

de abuso de informação privilegiada¹⁰⁰. A prática de tal conduta é tipificada como crime contra o mercado¹⁰¹, previsto no art. 378.º do CVM¹⁰². O regime sancionatório de tal prática abusiva contra o mercado de valores mobiliários conhece duas disposições normativas distintas: o CVM (art. 387.º) e o CSC (449.º e 450.º, n.º 5), o que traduz uma possível responsabilização a nível penal e civil.

7. Situações que possibilitam o fecho da porta da sociedade ao investimento público: conflito de interesses e *ratio* subjacentes a cada uma

Feito o balizamento do conjunto de atos necessários para uma sociedade fechar o seu capital social ao investimento do público e analisadas as etapas integrantes do mesmo, caberá, no presente ponto, explorar os pressupostos que alicerçam tal decisão.

Apesar de existir previamente, no nosso ordenamento jurídico, o conceito de sociedade de subscrição pública, a consagração legislativa da operação de saída de mercado através da perda de tal qualidade apenas surgiu no ano de 1995. O art. 531.º-A, sob a epígrafe *«perda da qualidade de sociedade de subscrição pública»*, foi aditado ao CódMVM pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de outubro. O legislador demonstra no texto prévio do Decreto-Lei, no preâmbulo, que é de extrema relevância *«(...) a possibilidade que se consagra de perda da qualidade de 'sociedade de subscrição pública', permitindo-se, assim, a sociedades que tenham estado cotadas em bolsa ou tenham dispersado o seu capital pelo público a passagem para um regime menos exigente e oneroso, através de um procedimento que proporcione adequadas garantias a todos os seus accionistas e titulares de outros valores mobiliários cujos interesses são potencialmente afectados pela modificação¹⁰³.»*.

Encontrávamos ao longo dos diferentes números do art. 531.º-A as disposições normativas relativas a esta operação financeira. Nas als. a) e b) o legislador mobiliário

¹⁰⁰ O referido Regulamento considera como sendo um do tipo de informação privilegiada: *«a informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emitentes ou a um ou mais instrumentos e que, caso fosse tornada pública, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados.»*, (art. 7.º, n.º 1, al. a)).

¹⁰¹ A par da manipulação do mercado e do uso de informação falsa ou enganos na captação de investimento (arts. 379.º e 379.º-E, respetivamente).

¹⁰² A primeira previsão legal desta conduta como crime remonta ao CSC de 1986, no qual o art. 524.º punia tal atuação com uma pena de prisão até seis meses ou multa até 120 dias. Posteriormente esta norma viria a ser substituída, em 1991, pelo art. 666.º do CódMVM, a primeira codificação das normas relativas ao mercado de valores mobiliários. Apenas acrescentar que este artigo do CódMVM foi uma clara transposição da Diretiva n.º 89/592/CEE, de 13 de novembro para o nosso ordenamento jus-mobiliário.

¹⁰³ Itálico e negrito nosso.

consagrou as condições que permitiam a uma sociedade de subscrição pública perder tal qualidade – *a assembleia geral da sociedade assim tenha deliberado por maioria superior a 90% dos votos correspondentes ao capital social ou seja lançada uma oferta pública geral de aquisição e em resultado da qual o oferente passe a deter valores que, representem mais de 90% de cada uma das espécies e categorias de valores mobiliários objecto da oferta* –, nos números 4.º e 5.º regulou a matéria da (imprescindível) publicação da declaração da CMVM e, por fim, a previsão dos efeitos jurídicos decorrentes de tal decisão encontravam-se consagrados no n.º6.

Atualmente, e como referido, a regulação desta matéria encontra-se dispersa ao longo de três artigos (27.º a 29.º do CVM), contudo o nosso foco manter-se-á apenas no primeiro, epigrafado *«requisitos.»*.

À luz do art. 27.º são três os requisitos que possibilitam a perda de qualidade de sociedade aberta:

«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;

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 confirmam 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 das ações em mercado regulamentado, fundada na falta de dispersão pelo público.»

Através de uma análise comparativa entre os dois regimes – aquele que fora consagrado em 1995 (art. 531.º-A do CódMVM) e o atual (art. 27.º do CVM) – as modificações e dissemelhanças são facilmente identificadas.

A primeira, que nos salta logo à vista, é mudança da epígrafe. O art. 531.º-A, intitulado *«perda da qualidade de subscrição pública»*, foi renomeado pelo legislador no art. 27.º (do atual código) apenas com o vocábulo *«requisitos»*. Não esquecer que, naturalmente, a transição do CódMVM para o CVM ditou o abandono do termo sociedade de subscrição pública, adotando-se o (novo) conceito de sociedade aberta.

Depois, a consagração de uma terceira situação possibilitadora de desqualificação de sociedade aberta, uma vez que a al. c) do art. 27.º não possui qualquer antecedente legal, sendo uma novidade do CVM.

Por último, e numa clara demonstração de preocupação, sensibilidade e proteção dos sócios minoritários, o art. 531.º-A do CódMVM previa na al. e) do seu n.º 1 que: *«tanto nos casos da alínea a) como nos da alínea b), qualquer ou quaisquer dos accionistas que hajam aprovado a deliberação mencionada na alínea a) ou que tenham lançado as ofertas públicas de aquisição a que se referem as alíneas b) e d), ou, ainda, se as disposições legais e estatutárias aplicáveis lho permitirem, a própria sociedade se obriguem, garantindo essa obrigação mediante garantia bancária, a adquirir, durante o prazo de três meses contado a partir da data da publicação a que se refere o n.º 4, as acções detidas pelos accionistas que tenham votado contra a deliberação ou faltado à assembleia geral referida na alínea a) do presente número, ou que não hajam aceitado a oferta pública de aquisição a que se refere a alínea b), e, bem assim, os valores mobiliários indicados na alínea c) cujos titulares tenham votado contra a deliberação ali exigida, ou faltado à assembleia respectiva, ou não hajam aceitado a oferta pública de aquisição contemplada na alínea d)»*¹⁰⁴.»). Todavia, o legislador do CVM não adotou semelhante posição protecionista no que concerne à perda de qualidade por concentração num único acionista de mais de 90% de direitos de voto em consequência de uma oferta pública de aquisição. No atual Código, apesar de não se verificar qualquer imposição de o oferente adquirir os valores mobiliários dos acionistas que não os alienaram no âmbito do processo de uma OPA, o legislador manteve a obrigação de a sociedade indicar um acionista que se obrigue a adquirir os valores mobiliários pertencentes às pessoas que não tenham votado favoravelmente alguma das deliberações em assembleia e a caucionar tal obrigação por garantia bancária ou depósito em dinheiro efetuado em instituição de crédito (art. 27.º, n.º3, b)).

Segue-se a análise individual dos requisitos dispostos nas alíneas a), b) e c) do n.º 1 do art. 27.º. Como vimos, cada uma das alíneas configura a oportunidade de uma sociedade cotada-aberta se tornar fechada. Vejamos, então, estes três distintos cenários.

¹⁰⁴ Itálico e negrito nossos.

A primeira das três alíneas remete-nos para os casos em que um determinado sócio passa a deter mais de 90% dos direitos de voto, em consequência de uma oferta pública de aquisição. À partida conseguimos, sem qualquer dificuldade, mencionar os pressupostos que formam a alínea a): um acionista cujo direito de voto corresponde a uma percentagem superior a 90% e obtenção da referida percentagem em consequência de uma oferta pública de aquisição. No fundo, o funcionamento deste mecanismo de fecho do capital social ao público está dependente do sucesso do processo aquisitivo da oferta pública realizada¹⁰⁵. A letra da lei é clara quanto à obrigatoriedade da percentagem superior a 90% ser obtida no âmbito e por concretização da OPA.

Caso um sócio atinja elevada percentagem de direito de voto em consequência de uma OPA significa que a estrutura acionista da (sua) sociedade não se encontra dispersa uma vez que é o sócio maioritário e controla e domina sozinho a sociedade. A OPA traduz-se numa operação de concentração de capital social num único sócio¹⁰⁶. A circunstância de mais de 90% da sociedade visada, direta ou indiretamente, ser controlada (domínio qualificado) por apenas um único acionista é, sem sobra de dúvida, um cenário que não coaduna com a *ratio* da aquisição da qualidade de aberta e, como tal, configura uma das situações legalmente predefinidas para o fecho das portas da sociedade ao investimento público.

A operação de cálculo da percentagem de direitos de voto encontra-se balizada pelo disposto no n.º 1 do art. 20.º (art. 27.º, n.º 1, al. a) *in fine*).

A segunda situação de perda de qualidade de sociedade aberta corresponde a uma decisão tomada, em assembleia geral, por uma maioria de investidores não inferior a 90% do capital social. Numa ótica simplista podemos afirmar que são quatro os principais momentos que compõem esta alínea: (1) votação em sentido favorável da decisão de desqualificação de aberta por uma maioria não inferior a 90%; (2) deferimento do pedido por parte da CMVM; (3) obrigação de indicação, por parte da sociedade, de um acionista que se comprometa, no período de três meses, a adquirir os valores mobiliários pertencentes aos acionistas que votaram em sentido contrário a aludida deliberação (al. a) do n.º 3 do art.

¹⁰⁵ CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 843.

¹⁰⁶ Em caso de êxito, naturalmente.

27.º); (4) realização da caução da referida obrigação, por garantia bancária ou depósito em dinheiro efetuado em instituição de crédito (al. b) do n.º3 do art. 27.º).

Atendendo ao consagrado no art. 27.º, n.º 4 o cálculo da contrapartida da aquisição efetua-se nos termos do art. 188.º, tal significa que a base de cálculo utilizada em casos de oferta pública obrigatória aplica-se analogicamente, por remissão daquele primeiro artigo, nestas situações de perda de qualidade por decisão de maioria dos acionistas. O facto de o legislador ter assegurado, através da aplicação da mencionada norma, um preço justo releva uma clara e manifesta preocupação e especial proteção dos interesses e da posição dos sócios minoritários.

A publicação da decisão da CMVM deve, por imposição legal do art. 28.º, n.º 2, não só mencionar os termos da aquisição dos valores mobiliários, como também ser novamente publicada no termo do primeiro e segundo meses do período de exercício do direito de alienação¹⁰⁷.

Os titulares dos valores mobiliários que não exerceram o seu direito de voto ou que o tenham feito em sentido negativo possuem total liberdade para aceitar ou recusar a proposta que lhes for apresentada, ou seja, se as condições de aquisição não lhes aprouverem não se encontram obrigados a alienar as suas ações naquelas condições. Aceitarão a proposta somente aqueles que pretendam desvincular-se da sociedade e consideram o valor apresentado adequado e justo. Notar apenas que a não aceitação de um ou mais sócios em nada afeta o processo de perda de qualidade de aberta. Ou melhor, ainda que nenhum deles tenha aceitado a proposta, a sociedade alcançará, certamente, a sua pretensão.

Conforme já referido, a próxima (e última) situação possibilitadora de uma sociedade perder a sua qualidade de aberta (a al. c) somente se consagrou com a publicação do CVM^{108 109}.

¹⁰⁷ Relembrando que o acionista que não votou ou tenha votado contra a deliberação de perda de qualidade de sociedade aberta possui um prazo de três meses após o deferimento do pedido da sociedade para alienar as suas ações ou outros valores mobiliários.

¹⁰⁸ Que fora aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro.

¹⁰⁹ A al. f) do n.º 2 do art. 352.º do CMVM dispunha que *«devem ser excluídos da cotação quaisquer valores mobiliários que deixem de satisfazer a percentagem mínima legalmente exigível de dispersão pelo público.»*. Ora, este código previa esta possibilidade, não enquanto requisito de perda de qualidade de sociedade aberta, mas sim como situação legitimadora de exclusão da cotação.

Da análise da letra da lei e desconstruindo a alínea, são dois os requisitos que a constituem: i) exclusão da negociação de ações em mercado regulamentado fundada na falta de dispersão pelo público; ii) decurso de um ano após tal decisão.

Ao comentário do texto da alínea precedem-se apenas duas notas. Em primeiro reforçar que o facto de uma sociedade retirar as suas ações do mercado não é sinónimo de perda de qualidade de sociedade aberta. Vimos que ao contrário da aquisição, composta por uma lista taxativa de situações em que uma sociedade adquire tal qualidade de modo automático, a desqualificação requer não só a adoção de um conjunto de atos previamente estabelecidos, como a pronúncia em sentido positivo da CMVM. Como segunda nota, impõe-se, uma vez mais, lembrar que sociedade aberta e sociedade aberta-cotada (sociedade aberta em sentido estrito, como lhe chamamos) são conceitos distintos. Prova disto é disposto no texto da al. c), uma vez que do mesmo resulta que no período situado entre a retirada de ações do mercado regulamentado e o marco temporal de um ano a sociedade mantém-se aberta, apesar de (já) não ser cotada.

A sociedade era aberta-cotada e posteriormente por via de uma decisão da entidade gestora do mercado¹¹⁰ é obrigada a excluir a negociação das suas ações no mercado regulamentado, com base na falta de dispersão das mesmas pelo público¹¹¹ (art. 213.º, n.ºs 1 e 2). Ora, caso tenha decorrido mais de um ano daquela decisão e não tendo a sociedade adotado qualquer comportamento no sentido de contrariar tal perda, isto é não se verificando nenhuma das situações consagradas nas alíneas do n.º 1 do art. 13.º, a sociedade pode requerer a perda de qualidade de aberta.

A *ratio* desta alínea baseia-se no facto de a dispersão pelo público ser residual e não se justificar, por essa mesma razão, a manutenção da qualidade de aberta. Por outras palavras, o fundamento que originou a aquisição da qualidade de aberta já não se verifica e como tal não se revela necessária a aplicação do regime “especial” aos investidores. Por um lado, a dispersão de ações e outros valores mobiliários pelo público em mercado regulamentado é sinónimo de critério de aquisição da qualidade de aberta e, por outro lado, a sua escassez configura um requisito de saída do mercado regulamentado e subsequente perda daquela qualidade.

¹¹⁰ Tal como nos indica o n.º 1 do art. 213.º: «a entidade gestora de mercado regulamentado pode, (...) suspender ou excluir instrumentos financeiros da negociação.»

¹¹¹ Art. 213.º, n.º 3, al. a): «a exclusão da negociação justifica-se quando deixem de se verificar os requisitos de admissão (...)».

Cabe indagar e concretizar o significado da expressão *falta de dispersão pelo público*. De forma literal compreendemos que a falta de dispersão significa, obviamente, que as ações emitidas pela sociedade aberta-cotada não se encontram dissipadas por vários titulares, que a estrutura acionista que se verifica naquele momento não coaduna com a estrutura acionista de uma sociedade aberta-cotada comum. Contudo, ainda que em termos linguísticos percebamos o significado desta expressão, necessitamos de traduzi-la em termos percentuais, para evitar incertezas e tratamento distinto para situações iguais.

Somos, então, obrigados a chamar à colação os arts. 13.º, n.º 1, al. d) e 229.º, n.º 2 do CVM. No primeiro artigo consagra-se um dos critérios de atribuição da qualidade de sociedade aberta exigindo-se que tenham sido alienadas ações em quantidade superior a 10% do capital social, em oferta pública de venda ou de troca. Ou seja, o legislador mobiliário fixou como patamar mínimo de dispersão de ações pelo público uma percentagem superior a 10%. Por outro lado, o art. 229.º, n.º 2 considera que se presume a existência de *«um grau adequado de dispersão quando as ações que são objeto do pedido de admissão à negociação se encontram dispersas pelo público numa proporção de, pelo menos, 25 % do capital social subscrito representado por essa categoria de ações, ou, quando, devido ao elevado número de ações da mesma categoria e devido à amplitude da sua dispersão entre o público, esteja assegurado um funcionamento regular do mercado com uma percentagem mais baixa.»*.

Posto isto, qual a percentagem que reflete, nos termos do art. 27.º, n.º 1, al. c), a falta de dispersão pelo público? Na nossa perspetiva, considerar-se-á que existe falta de dispersão de ações pelo público sempre que a percentagem registada for igual ou inferior a 10%. De outro modo, entendemos que a referida expressão deve ser interpretada em linha com o disposto no art. 13.º, n.º 1, al. d). Atendendo ao enquadramento geral do instituto de perda de qualidade de sociedade aberta, nomeadamente às al. a) e b) do n.º 1 do art. 27.º, a percentagem de 90% é requerida quer quanto à votação em sentido favorável de tal decisão em assembleia geral, quer quanto à percentagem de direito de voto concentrado num só sócio, o que nos leva a adotar como sinónimo de falta de dispersão pelo público qualquer percentagem (igual ou) inferior a 10%.

Finalmente, o segundo requisito prende-se com o decurso de um ano¹¹² sobre a decisão de exclusão da negociação das ações em mercado regulamentado. A fixação deste

¹¹² A título de exemplo, o ordenamento jurídico italiano atribuí a possibilidade à própria sociedades de tomar a decisão de excluir a negociação das suas ações do mercado e para tal definiu que o prazo não pode ser inferior a um mês entre a decisão de solicitar a exclusão e a data definitiva dessa mesma exclusão. Como podemos

período permite aos acionistas (particularmente aos minoritários) ponderarem a sua permanência na sociedade, calculando os prejuízos versus os benefícios, cujo destino poderá ser fechar as portas ao investimento do público.

8. Efeitos jurídicos de saída do mercado

Analisado o procedimento e as razões que determinam a perda de qualidade de sociedade aberta, cabe-nos, por fim, abordar e analisar as consequências jurídicas que esta decisão acarreta.

Naturalmente que esta questão apenas surge quando o caminho foi percorrido com sucesso, ou seja, após a publicação da decisão administrativa em sentido favorável da CMVM. Este é o momento que dita a eficácia daquela e o marco temporal a partir do qual se desenrolam as consequências jurídicas (art. 29.º, n.º 1), que apreciaremos de seguida.

Apenas relembrar que vestindo “a capa” de sociedade aberta encontramos uma sociedade anónima ou em comandita por ações, o que significa que após a publicação da declaração de perda daquela qualidade a sociedade torna-se, naturalmente, fechada. Traduzindo tal ideia para o ponto a explorar, “o retirar da capa” significa a desaplicação do regime dito especial das sociedades abertas à sociedade em questão e a aplicação total e única do regime jurídico correspondente ao seu tipo legal societário (regime jurídico das sociedades anónimas ou sociedades em comandita por ações). No fundo, a partir da publicação daquela decisão o ordenamento jurídico encara aquelas sociedades, que outrora foram abertas, como sendo “apenas e só” sociedades anónimas ou em comandita por ações.

Para além do efeito jurídico objetivo, analisado *infra*, a perda de tal qualidade afeta, naturalmente, a posição jurídica dos investidores (efeito subjetivo)¹¹³. O acionista de uma

observar nos artigos: **133.º do Texto Único della Fianza**: «*le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, possono richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari, secondo quanto previsto dal regolamento del mercato, se ottengono l'ammissione su altro mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione Europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento.*» e **144.º do Regulamento Consob n.º 11971 de 14 de Maio de 1999**: «*il regolamento di un mercato disciplina l'esclusione su richiesta dalle negoziazioni prevista dall'articolo 133 del Testo unico, fissando anche un intervallo temporale adeguato, comunque non inferiore a un mese, tra la decisione di richiedere l'esclusione dalle negoziazioni e la data di effettiva esclusione.*». Referir apenas que este último artigo foi alterado pela resolução n.º 19925 de 22 de março de 2017, que reduziu a duração daquele período de três meses para um mês.

¹¹³ FRADA, Manuel A. Carneiro da, / GONÇALVES, Diogo Costa, “Perda da Qualidade de Sociedade Aberta (Delisting de Ações) e Tutela dos Acionistas Minoritários”, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Número 51, Vol. I, Agosto 2015, pp. 26-28.

sociedade aberta não deixa de o ser pelo simples facto de a sociedade fechar portas ao investimento do público, todavia a relação jurídica é francamente afetada. Considerando o exposto no capítulo primeiro, o regime jurídico aplicável às sociedades abertas é substancialmente mais protecionista dos sócios (em especial, dos minoritários), quando comparado com o regime previsto para as sociedades anónimas fechadas, recordemos os especiais direitos de informação, por exemplo. Os sentimentos de confiança e transparência transmitidos pelas especiais e rigorosas exigências de supervisão e fiscalização quanto à atuação dos órgãos de gestão e direção das sociedades abertas diminuem com a perda de qualidade de aberta. Entendemos, contudo, que as mudanças sentidas pelos acionistas adquirem outro nível de substância quando a sociedade se encontra cotada (sociedade aberta *stricto sensu*, como a qualificámos). Os acionistas de sociedades cujas ações são admitidas à cotação em mercado regulamentado são atraídos pela lógica de investimento-retorno num horizonte de fácil transmissão da sua posição social, que fomenta a criação de expectativas e objetivos sem paralelo. Independentemente do papel que o acionista desempenhe na sociedade (ativo ou passivo; mais ou menos influente; com maior ou menor percentagem de ações correspondentes ao capital social), a decisão de exclusão do mercado é suscetível de provocar prejuízos a todos sócios em geral, mas em particular para os minoritários. Como referido anteriormente, a capacidade dos sócios minoritários de influenciar a vida e o destino de uma sociedade aberta-cotada é ínfima e, não raras as vezes, as decisões “não carecem do seu voto”. Ora, o ato de sair do mercado representa perda da titularidade dos especiais direitos conferidos pelo regime jurídico das sociedades abertas, frustração das expectativas de fácil transmissão e negociabilidade de ações¹¹⁴ e diminuição da liquidez em conjugação com a redução do valor real das ações.

Seguidamente, outra consequência jurídica a destacar prende-se com «*a imediata exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade e dos valores mobiliários que dão direito à sua subscrição ou aquisição.*»¹¹⁵. O ato de colocar um ponto

¹¹⁴ Não esquecer que entre nós vigora, por força do art. 328.º, n.º 1 do CSC, a regra da livre transmissibilidade de ações no âmbito das sociedades anónimas. Todavia, o legislador societário concede a possibilidade de os estatutos sociais preverem uma das três barreiras dispostas no n.º 2 do referido artigo, a saber: subordinação da transmissão ao consentimento da sociedade; atribuição de um direito de preferência aos outros acionistas e, por fim, subordinação da transmissão (e a constituição de penhor ou usufruto sobre elas) à verificação de determinados requisitos subjetivos ou objetivos, que estejam de acordo com o interesse social. Compete à assembleia geral a concessão ou recusa do consentimento para a transmissão de ações, caso o estatutos sociais nada disponham quanto a esta matéria (art. 329.º, n.º 1 do CSC).

¹¹⁵ Art. 29.º, n.º 2 do CVM.

final na abertura do capital social ao investimento público significa, também, retirar, de modo imediato, as ações e outros valores mobiliários do mercado regulamentado. Analisando a parte final do mesmo preceito, a sociedade fica impedida de abrir o seu capital ao investimento público por um período de um ano, ou seja, a sua readmissão só é possível após o decurso deste período legalmente definido. Este interregno faz, no nosso entender, todo o sentido. Vejamos. A decisão de admissão (ou não admissão) de negociação de ações e outros valores mobiliários em mercado regulamentado é um juízo que acarreta, como vimos, inúmeras alterações jurídicas. Desta feita compõem-se as sociedades a tomar uma decisão ponderada e racional, de modo a garantir alguma segurança e certeza jurídicas aos acionistas e assegurando, de certa maneira, estabilidade nos mercados.

Contudo e observando com a merecida atenção a norma em análise, o referido impedimento refere-se meramente à negociação em mercado regulamentado, o que significa: 1) que a sociedade pode (re-) adquirir tal qualidade por outro motivo que não a negociação em mercado regulamentado¹¹⁶; 2) nada obsta a que a sociedade negocie as suas ações ou outros valores mobiliários em mercados não regulamentados¹¹⁷. Numa linha, uma sociedade que se encontre nesta situação pode adquirir a qualidade de sociedade aberta mesmo durante aquele período impeditivo de um ano, caso o motivo determinante de aquisição daquela qualidade seja diferente, e, inclusive, nada a impede de negociar em outros mercados¹¹⁸.

A título de nota, o art. 390.º, n.º 3, al. i) dispõe que *constitui contraordenação menos grave a omissão de cumprimento dos deveres decorrentes da perda da qualidade de sociedade aberta*.

Do exposto fica claro que a sociedade, outrora aberta, após o deferimento do requerimento enviado à CMVM torna-se fechada, aplicando-se-lhe o regime jurídico correspondente ao seu tipo societário. Após um ano, pode adquirir novamente a qualidade de aberta através da readmissão da negociação das suas ações e valores mobiliários em mercado regulamentado. Caso pretenda adquirir tal qualidade ou negociar as suas ações ou

¹¹⁶ Em concreto, qualquer um dos motivos dispostos nas al. a), b) e e) do CVM.

¹¹⁷ CORDEIRO, A. Barreto Menezes, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, (...), p. 343. CÂMARA, Paulo, “As operações de Saída do Mercado”, (...), p. 111.

¹¹⁸ FRADA, Manuel A. Carneiro da, / GONÇALVES, Diogo Costa, (...), pp. 26-27.

outros valores mobiliários antes do término do referido prazo conseguirá fazê-lo, como observado, por outro meio¹¹⁹.

9. Figura do *delisting*: distinção e pontos de contacto

Como supramencionado¹²⁰, o vínculo que as sociedades estabelecem com o mercado não é *ad aeternum* e por esse motivo o nosso legislador mobiliário consagrou três vias alternativas para que uma sociedade se torne fechada aos olhos do mercado, a saber: i) o instituto da perda de qualidade de sociedade aberta; ii) a transmissão potestativa tendente ao domínio total; iii) a exclusão de mercado.

Ora, no presente ponto impõe-se-nos analisar e apontar as principais diferenças e pontos de contacto entre a primeira e a terceira vias.

Embora a lei não nos presenteie uma noção de exclusão de cotação ou *delisting* podemos desenhá-la como uma operação de saída de mercado na qual uma sociedade aberta-cotada põe termo definitivo à negociação em mercado regulamentado das suas ações e/ ou outros valores mobiliários¹²¹. Ora, o juízo decisório de colocar o ponto final pode pertencer à sociedade (na pessoa do sócio maioritário ou espelhar a vontade da maioria dos acionistas), – e neste caso atribuímos a qualificação de *delisting* voluntário¹²² – ou à entidade gestora de mercado regulamentado ou à autoridade de supervisão – situação que designamos *delisting*

¹¹⁹ Numa linha, e tal como afirma Paulo Câmara, in Manual de Direito dos Valores Mobiliários, (...), p. 840,: «(...) ao longo da vida de uma sociedade anónima, é admissível que esta tenha adquirido e perdido sucessivamente, por diversas vezes, a qualidade de sociedade aberta.»

¹²⁰ Nota de rodapé 81.

¹²¹ CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 835.

¹²² Contrariando a tendência de outros países europeus, a lei mobiliária portuguesa não prevê expressamente o *delisting* voluntário, isto é, a possibilidade de uma sociedade emitente solicitar a cessão da negociação dos seus valores mobiliários em mercado regulamentado. Com efeito, apesar de não existir a autonomização legal desta figura no nosso CVM, parece-nos que existem outros meios que possibilitam a concretização da vontade da sociedade ou do sócio maioritário em excluir da negociação os valores mobiliários, exemplo disso é o instituto da perda de qualidade de sociedade aberta. A título de curiosidade apenas notar que existe uma exceção neste sentido, mas diz respeito ao Mercado sem Cotações, vejamos o disposto no art. 4.º, n.º 1 do Regulamento da CMVM n.º 17/2000: «(...) a exclusão de quaisquer valores mobiliários da negociação no Mercado sem Cotações pode ser decidida pela entidade gestora se o emitente o requerer fundamentadamente e daí não advierem prejuízos relevantes para os investidores.»

Por exemplo, a Lei da Bolsa de Valores Alemã (BörsG) admite no § 39 (2) a exclusão da negociação em mercado regulamentado a pedido da própria sociedade («(2) Die Geschäftsführung kann die Zulassung im Sinne des Absatzes 1 auch auf Antrag des Emittenten widerrufen. Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen (...)). No que concerne ao ordenamento jurídico espanhol, o artigo 82.º do *Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores* consagra igualmente tal hipótese: «la exclusión de la negociación de un instrumento financiero en un mercado regulado podrá también ser solicitada por la entidad emisora.»

forçado¹²³. No que toca ao conceito jus-mobiliário de *delisting* voluntário este subdivide-se em *hot delisting* e *cold delisting*. Aqui, o critério distintivo passa por saber se o *delisting* voluntário é uma consequência direta ou indireta da vontade/ de certa decisão da sociedade (ou do acionista maioritário). O *hot delisting* é a decisão da sociedade aberta/ do acionista maioritário em retirar os seus valores mobiliários em estado puro, ou seja, a sociedade emitente toma a decisão, de forma livre e direta, de cessar a sua ligação com o mercado regulamentado; já o *cold delisting* é uma consequência indireta de determinada decisão da sociedade aberta, o que significa que em primeira instância o objetivo da sociedade não era excluir definitivamente os seus valores do mercado regulamentado. Por outras palavras, o *cold delisting* é consequência de uma alteração da própria estrutura da sociedade emitente e são exemplos disso: a modificação do tipo societário (a sociedade outrora aberta-cotada adota outro tipo societário que não sociedade anónima ou em comandita por ações) ou no caso previsto no art. 195.º, n.º 4 do nosso CVM, a aquisição tendente ao domínio total¹²⁴.

Outra classificação relevante prende-se com a distinção técnico-jurídica entre *delisting* total e *delisting* parcial. A exclusão definitiva da negociação em mercado regulamentado dos valores mobiliários pode então compreender a totalidade ou somente uma parcela dos mesmos, o mesmo significa que no primeiro cenário a sociedade aberta realiza uma operação denominada “*going private*” e no segundo caso verificar-se-á uma diminuição do grau de exposição/ abertura da sociedade¹²⁵, seja através do retirar certa

¹²³ Neste sentido impõe-se observar o art. 213.º do CVM, em especial os seguintes números:

«1 - A entidade gestora de mercado regulamentado pode, a menos que tal medida seja susceptível de causar prejuízos significativos aos interesses dos investidores e ao funcionamento regular do mercado, suspender ou excluir instrumentos financeiros da negociação.

2 - A suspensão da negociação justifica-se quando:

a) Deixem de se verificar os requisitos de admissão ou o incumprimento relevante de outras regras do mercado, desde que a falta seja sanável;

b) Ocorram circunstâncias susceptíveis de, com razoável grau de probabilidade, perturbar o regular desenvolvimento da negociação;

c) A situação do emitente implique que a negociação seja prejudicial para os interesses dos investidores.

3 - A exclusão da negociação justifica-se quando:

a) Deixem de se verificar os requisitos de admissão ou o incumprimento relevante de outras regras do mercado, se a falta não for sanável;

b) Não tenham sido sanadas as faltas que justificaram a suspensão.»

¹²⁴ FRADA, Manuel A. Carneiro da, / GONÇALVES, Diogo Costa, (...), p. 25.

¹²⁵ *Ibidem*, pp. 25-26.

categoria de valores mobiliários de determinado mercado regulamentado¹²⁶, seja por via do fecho das portas da sociedade a determinado(s) mercado(s) regulamentado(s)¹²⁷.

Posto isto, cabe-nos concluir que a exclusão de cotação é cabalmente definida como a interrupção definitiva/ cessação da negociabilidade das ações e/ou outros valores mobiliários em mercado regulamentado.

Apresentadas estas duas figuras do nosso ordenamento jus-mobiliário (o *delisting* e a perda de qualidade de sociedade aberta), cumpre agora compreender o que as aproxima e distingue.

Primeiramente e lembrando o que foi referido em pontos anteriores, a perda de qualidade de sociedade aberta, tal como a exclusão da cotação, configura uma das operações de saída de mercado à disposição das sociedades, legalmente prevista no art. 27.º do CVM. Recordar também que, uma das consequências da perda da qualidade de aberta prende-se com a exclusão, de forma imediata, da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade e dos valores mobiliários (n.º 2 do art. 29.º), daí que possamos inferir que uma das consequências da desqualificação de uma sociedade como aberta é a exclusão total da negociação dos valores mobiliários em mercado regulamentado.

¹²⁶ O Decreto-Lei n.º 66/2004, de 24 de março é o marco legislativo da consagração do princípio da atipicidade dos valores mobiliários. O legislador mobiliário ao introduzir a alínea g) no n.º 1 do art. 1.º – «*outros documentos representativos de situações jurídicas homogêneas, desde que sejam suscetíveis de transmissão em mercado*» – abre a porta à entrada de novos tipos de valores mobiliários. A letra do n.º 1 do art. 1.º indica-nos que a lista composta pelas diversas alíneas não é fechada, o que significa que para além das ações, das obrigações, dos títulos de participação, das unidades de participação, dos *warrants* autónomos, dos certificados, dos valores mobiliários convertíveis e dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito, também podem ser considerados à luz do nosso Código outros valores mobiliários (atípicos). A leitura do preâmbulo do referido Decreto-Lei é chave para a compreensão das razões que motivaram o legislador a permitir a emissão de valores mobiliários atípicos: «*é um objectivo da flexibilização e de defesa da inovação financeira que justifica o abandono, no presente decreto-lei, do princípio da tipicidade dos valores mobiliários, substituído por um princípio de liberdade de criação destes valores. O mercado de valores mobiliários português revela, actualmente, a experiência e a maturidade necessárias à revogação daquele princípio que, em 1999, foi consagrado, fundamentalmente, por razões de segurança. Segue-se, assim, de perto a prática internacional e as soluções consagradas nas legislações estrangeiras e vai-se ao encontro de recentes indicações comunitárias, dando-se primazia ao dinamismo e à criatividade dos intervenientes no mercado na emissão de possíveis novos tipos de valores mobiliários. Reserva-se, naturalmente, a função supervisora da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) para os casos em que esses valores mobiliários são destinados ao público.*» (itálico e sublinhado nossos).

¹²⁷ Lembrar apenas que, segundo o n.º 1 do art. 199.º do CVM, consideram-se mercados regulamentados «*(..) os sistemas que, tendo sido autorizados como tal por qualquer Estado membro da União Europeia, são multilaterais e funcionam regularmente a fim de possibilitar o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos.*» (itálico nosso). Atualmente em Portugal encontram-se três mercados regulamentados em funcionamento, a saber: Euronext Lisbon (Mercado de cotações oficiais) e Mercado de Futuros e Opções (ambos geridos pela Euronext Lisbon - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S. A.) e o Mercado de Derivados OMIP (gerido pelo OMIP - Operador do Mercado Ibérico de Energia (polo português)).

Como, não raras as vezes, tendem a ser vistas como um único instituto, cabe agora perceber e apontar algumas notas distintivas. Enquanto que a perda de qualidade de sociedade aberta se reflete a nível do tipo (doutrinal) societário, modificando-o; a exclusão de cotação apenas acarreta consequências quanto à negociabilidade dos valores mobiliários, podendo a sociedade continuar a preservar a sua qualidade de aberta¹²⁸. Ocorrendo o *delisting*, a sociedade outrora emitente deixa de ser aberta-cotada e passa a ser unicamente aberta. Tais afirmações podem ser ilustradas legalmente por via do art. 27.º, n.º 1, al. c) do CVM, *a contrario sensu*. Concretizando, o disposto no artigo mencionado refere que poderá ocorrer perda de qualidade de sociedade aberta quando a entidade gestora do mercado tenha excluído, há pelo menos um ano, as ações de determinada sociedade da negociação em mercado regulamentado com base na falta de dispersão pelo público. Por outras palavras e interpretando o artigo sob outro ponto de vista, é possível que uma sociedade após a exclusão de cotação dos seus valores mobiliários, mantenha a sua qualidade de aberta, não só no período de tempo entre a exclusão da cotação e o marco de um ano sob essa mesma decisão, mas também caso se verifiquem duas condições sincrónicas: o fundamento do *delisting* não seja a *falta de dispersão pelo público* e que a sociedade preserve uma das características qualificadoras de sociedade aberta patentes no art. 13.º do CVM.

¹²⁸ BOTELHO, Gustavo de Sousa, O Direito de Exoneração do Acionista Minoritário- A saída da sociedade cotada após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas, Almedina, 2014, pp. 96-97; SILVA, Paula Costa 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 Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Número 51, Vol. I, Agosto 2015, pp. 54-56.

CAPÍTULO III – O Horizonte de Aplicação da Alínea a) do Número 1 do Artigo 27.º do Código dos Valores Mobiliários

10. Análise do texto da alínea a)

10.1 Um acionista

O primeiro requisito que o legislador mobiliário ancorou na al. a) do n.º 1 do artigo 27.º, uma das vias possíveis de perda de qualidade de sociedade aberta, é a posse do título/da qualidade de acionista. Contudo, note-se que o sujeito que adquiriu mais de 90% dos direitos de votos, em consequência de um processo de oferta pública de aquisição, não tem que obrigatoriamente ser sócio da sociedade visada, antes do lançamento de tal oferta. Numa linha, o facto de ser sócio antes de tomar a decisão de lançar uma OPA não é legalmente exigido. A circunstância de a entidade oferente ser titularidade de participação social em momento precedente à tomada de decisão de lançamento da oferta pública pode, mas não tem de ser, verificada.

Qualquer sociedade comercial tem como elemento intrínseco as pessoas – elemento subjetivo – que se associam para exercer certa atividade económica de natureza comercial. Não obstante a nossa lei (comercial) reconhecer a unipessoalidade originária e superveniente, uma sociedade, regra geral, é constituída por dois ou mais sócios¹²⁹.

Largamente reconhecido e ponto desprovido de qualquer discussão é o facto de os sócios que compõem uma sociedade comercial não serem necessária e exclusivamente pessoas físicas (pessoas singulares), admite-se de igual modo serem pessoas jurídicas (pessoas coletivas).

Em regra, todo e qualquer ser humano que possua capacidade de gozo e capacidade de exercício é suscetível de ser sócio de uma sociedade. Todavia, existem exceções. Casos há em que apesar de determinada pessoa ter capacidade de gozo de certos direitos e não possuir capacidade de os exercer é suscetível de ser titular de uma participação social; é, por exemplo, o caso dos menores.

¹²⁹ O nosso Código Civil acolhe a possibilidade de uma sociedade ser unipessoal somente em momento posterior à sua constituição, isto é, não é permitida, à luz da lei civil, a constituição de uma sociedade unipessoal originária. No fundo, admite que uma sociedade, outrora constituída por dois ou mais sócios, fique reduzida apenas a um.

Quanto às pessoas jurídicas a lei abre a porta tanto às pessoas coletivas de direito privado como às pessoas coletivas de direito público para serem parte constitutiva de uma sociedade. No primeiro caso destacam-se naturalmente as sociedades comerciais, mas também as sociedades civis sob a forma comercial. Quanto às pessoas coletivas públicas enquanto potenciais sócios destacamos o Estado, as entidades públicas estaduais, as regiões autónomas e os municípios¹³⁰.

10.2 Cálculo de direitos de voto

Traçado o perfil de um possível acionista de uma sociedade aberta, cabe-nos analisar a fórmula legal utilizada para efetuar o cálculo de direitos de voto correspondente a determinado acionista. De outro modo, cabe-nos indagar quem, em que circunstâncias e de que modo dispõe de direito de voto numa sociedade aberta.

Levantando o véu, no presente ponto iremos chegar à conclusão de que a circunstância de um investidor exercer (ou não) influência numa sociedade não pode ser exclusivamente analisada quanto à titularidade (direta) de ações e/ ou outros valores mobiliários, mas interpretada em sentido amplo (incluindo a titularidade indireta). Por outras palavras, no que concerne ao cálculo de direitos de voto de determinado investidor é possível contabilizar uma percentagem superior àquela que realmente corresponde aos valores mobiliários de que é titular, em termos de direito.

O art. 27.º, n.º 1, al. a) do CVM chama à colação o n.º 1 do art. 20.º no que diz respeito ao cálculo da percentagem, alcançada num processo de oferta pública de aquisição, de mais de 90% de direitos de voto, exigida aos olhos da lei para iniciar um processo de perda de qualidade de sociedade aberta.

Como sabemos, a participação numa sociedade anónima ou numa sociedade em comandita por ações designa-se de ação. Cada acionista é titular de um número determinado de ações. A participação social pertencente a cada sócio traduz-se, regra geral, num direito de voto¹³¹. Quanto maior o número de ações de que um sócio seja titular, maior sua percentagem de direito de voto.

¹³⁰ Para um olhar mais desenvolvido sobre este ponto veja-se ABREU, Jorge M. Coutinho de, *op. cit.* pp. 105-110.

¹³¹ Obviamente que não podemos ignorar o facto de existirem ações sem direito de voto.

Regra geral, os direitos inerentes à participação social são exercidos, naturalmente e em primeira instância, pelo seu titular. O titular das ações é o titular dos direitos inerentes às mesmas. A cada acionista é imputada determinada percentagem de direito de voto na medida do número de ações de que seja titular (titularidade direta). A titularidade de ações permite aos sócios possuir um direito de voto mais ou menos relevante e controlar de forma mais ou menos intensa a sociedade. No fundo, a palavra-chave é a titularidade da participação social.

Uma situação de titularidade direta¹³² equiparada e que merece da nossa parte destaque é o usufruto de participações sociais¹³³. O usufruto de participações sociais é o direito (real) de gozar temporária e plenamente dos direitos inerentes a participação social alheia, sem alterar a sua forma ou substância. *Este jus in re aliena* tem como partes: o usufrutuário (não titular da ação, por exemplo), que goza de plenos poderes de uso e fruição e o acionista (titular da participação social). Relativamente à questão da divisão do direito de voto entre o titular da participação social e o usufrutuário encontramos solução no art. 1467.º, n.º 1, al. b) e n.º 2 do nosso Código Civil. Regra geral, o direito de voto pertence ao usufrutuário, *salvo quando se trate de deliberações que importem alteração dos estatutos ou dissolução da sociedade* – caso em que o exercício do direito de voto é conjunto.

Nos termos do disposto no art. 20.º, n.º 1 do CVM, epigrafado “imputação de direitos de voto”, a tarefa de cálculo das participações qualificadas numa sociedade aberta não considera somente os direitos de voto inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto. O legislador mobiliário consagrou ao longo de dez alíneas do referido preceito um grupo de situações que possibilitam, aos olhos da lei, a imputação de direitos de voto aos sócios. A palavra de ordem deixa de ser titularidade e passa a ser aquisição indireta. Por outras palavras, ao abrigo desta norma considerar-se-ão situações em que a titularidade de ações e o inerente direito de voto não pertencem à mesma pessoa. Casos em que o direito de voto, inerente a determinada percentagem de ações, cuja titularidade

¹³² RESENDE, João MattaMouros, A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, N.º 26, Abril 2007, p. 63.

¹³³ O usufruto de participações sociais é disciplinado no art. 23.º do CSC. O seu n.º 1 estabelece que «a constituição de usufruto sobre participações sociais, após o contrato de sociedade, está sujeita à forma exigida e às limitações estabelecidas para a transmissão destas. O n.º seguinte dispõe que os direitos do usufrutuário «(...) são os indicados nos artigos 1466.º e 1467.º do Código Civil, com as modificações previstas na presente lei, e os mais direitos que nesta lhe são atribuídos.»

pertence à pessoa singular X é imputado à pessoa Y. Posto isto, atentemos em alguns casos ilustrativos de dissociação entre a titularidade das ações e a imputação de direitos de voto.

A al. a) do n.º 1 do art. 20.º do CVM prevê que os direitos de voto detidos por terceiro em nome próprio, mas por conta do participante devem ser imputados a este último¹³⁴. No fundo, uma vez que a titularidade pertence a pessoa diversa daquela que efetivamente detém o direito de voto, este deve ser imputado àquele que o domina¹³⁵. Esta alínea espelha o contrato de mandato (*«contrato pelo qual uma das partes se obriga a praticar um ou mais atos jurídicos por conta da outra.»*¹³⁶.) sem representação (dado que o participante atua por conta de outrem, mas em nome próprio).

Imaginemos, agora, que António é sócio maioritário (e consequentemente possui a maioria dos votos) da Sociedade Z. Por sua vez, a Sociedade Z é sócia e titular de uma percentagem de 15% de direito de voto na Sociedade B, que é uma sociedade aberta. Ora, podemos facilmente concluir que o sentido do voto do sócio “Sociedade Z” perante a Sociedade B é espelho da vontade de António, uma vez que a Sociedade Z se encontra dominada por António, seu sócio. Logo, este exercício de imputação de direitos de voto da Sociedade Z a António faz todo o sentido. O direito de voto pertencente a um sócio de determinada sociedade é imputado ao sócio que consigo se encontra numa relação de domínio ou de grupo (titularidade indireta)¹³⁷.

Outra situação que configura um dos critérios de imputação de direitos de voto para efeitos de cálculo de participações qualificadas é apresentada através do seguinte exemplo: Rita e Matilde, são amigas e sócias da Sociedade Aberta XY. Certo dia, decidem celebrar um acordo no sentido de Rita exercer o direito de voto inerente a Matilde. Aqui, a imputação de direitos de voto a pessoa (singular ou jurídica) distinta do seu titular encontra justificação na celebração válida de negócios jurídicos (*acordos*), nos quais o titular da participação

¹³⁴ Encontramos um preceito idêntico no ordenamento jurídico alemão, mais concretamente no §30 (1) 2. *do Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), intitulado de Zurechnung von Stimmrechten: «stimmrechten des Bieters stehen Stimmrechte aus Aktien der Zielgesellschaft gleich, die einem Dritten gehören und von ihm für Rechnung des Bieters gehalten werden.»*

¹³⁵ SILVA, Paula Costa e, A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição, Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira, Almedina, 2007, p. 257.

¹³⁶ Art. 1157.º do Código Civil.

¹³⁷ SANTOS, Hugo Moredo, “Aquisição Tendente ao Domínio Total de Sociedades Abertas”, in Direito dos Valores Mobiliários- Volume VII, Coimbra Editora, 2007, p. 356.

social (sócio) cedeu a outrem (sócio ou terceira pessoa) o exercício do seu direito de voto¹³⁸. Os mencionados acordos e o consequente exercício de direitos de voto só serão juridicamente válidos e relevantes se forem celebrados dentro dos limites da lei e respeitarem os termos e as condições acordados¹³⁹.

Prossigamos para outro cenário de possível imputação. A Sociedade T é sócia da Sociedade Aberta R. Ricardo, membro do órgão de fiscalização da Sociedade T, é sócio da Sociedade R. Segundo a al. d) do n.º 1 do art. 20.º, se determinada sociedade for sócia de uma sociedade aberta, os direitos de voto detidos por qualquer um dos seus membros dos órgãos de fiscalização e/ou de administração são lhe imputáveis para efeitos de determinação de participação qualificada. Ou seja, retomando o exemplo *supra*, os direitos de voto de Ricardo são imputáveis à Sociedade T no que diz respeito à averiguação da existência de participação qualificada, pelo simples facto de Ricardo ser membro do órgão de fiscalização da sociedade participante. Ao encararmos esta norma na perspetiva do legislador mobiliário, compreendemos as (possíveis) razões da sua criação. O disposto na al. d) pretende prevenir qualquer cenário surpresa ou pelo menos alertar para uma eventual atuação ou situação de controlo conjunto por parte da sociedade-sócia e do membro do órgão de administração e/ou fiscalização na sociedade participante e também sócio na sociedade participada.

Ao abrigo do disposto na al. e) são igualmente imputáveis direitos de voto que os participantes possam adquirir em virtude de um acordo celebrado com os respetivos titulares¹⁴⁰. Impõe-se duas condições: que o acordo confira ao participante *o direito incondicional ou a opção de adquirir ações com direitos de voto já emitidas por emitente cujas ações estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado e liquidação física*.

Observemos outro(s) caso(s) de imputação de direitos de voto. Quando o participante assume o papel de credor, administrador ou depositário de ações dever-lhe-ão

¹³⁸ Quanto a este ponto o legislador deixa bem claro que a imputação do direito de voto não se verifica caso no referido acordo a pessoa fique vinculada a seguir instruções de terceiro (art. 20.º, n.º 1, al. c)).

¹³⁹ O art. 17.º do CSC que disciplina os acordos parassociais (acordos celebrados entre todos ou alguns sócios pelos quais se obrigam a determinada conduta não proibida nos termos da lei) dispõe no seu n.º 2 que tais acordos podem dizer respeito ao exercício do direito de voto.

¹⁴⁰ No CódMVM existia uma norma semelhante. Consagrada no art. 346.º, epígrafado «*direitos de voto incluídos numa participação importante*», a al. f) do seu n.º 1 dispunha que: «*consideram-se como integrantes de uma participação importante, além dos inerentes às ações de que o interessado tenha a propriedade ou usufruto, os direitos de voto: que o interessado ou qualquer outra das pessoas ou entidades referidas nas alíneas anteriores possam adquirir, por sua exclusiva iniciativa, em virtude de acordo escrito que tenham celebrado com os respectivos titulares;*». Através de uma simples leitura (comparativa) de ambos os artigos conseguimos facilmente perceber que a expressão *por sua exclusiva iniciativa* não foi mantida no CVM, o que nos leva a acreditar que aos olhos do atual Código admite-se qualquer tipo contrato no que diz respeito à tomada de iniciativa.

ser imputados os inerentes direitos de voto quando os mesmos lhe sejam atribuídos¹⁴¹. Mais uma vez, o legislador sob um ponto de vista objetivo e pragmático define um critério de atribuição de direito de voto a quem é titular de facto e não de direito, isto é, imputa-se a quem efetivamente detém e controla as ações.

10.3 Oferta pública de aquisição

10.3.1. Percurso histórico da sua regulamentação

A primeira disposição legislativa portuguesa a regular a matéria de ofertas públicas de aquisição surgiu apenas no ano de 1986 com o Código das Sociedades Comerciais. Contudo, anos antes, o Decreto-Lei n.º 429/83 de 13 de Dezembro abria as portas legislativas a esta matéria e, a nosso ver, com um triplo fim: em primeiro lugar, reconhecer que à data existia uma lacuna legislativa quanto à regulamentação daquela matéria (*«não existe actualmente em Portugal legislação sobre as ofertas públicas de aquisição de ações de sociedades anónimas portuguesas»*); depois, apresentar a boa nova de que o Código das Sociedades (*cuja publicação estava para breve*) iria contemplar e regular a referida matéria; por último, deixar claro que *«as vendas ou trocas de ações de sociedades anónimas e em comandita por ações com sede estatutária ou de facto em Portugal efectuadas por meio de oferta pública lançada em país estrangeiro não serão eficazes em Portugal»*, salvo se existisse autorização prévia expressa do Ministro das Finanças e do Plano.

Ora, como já referido, o conjunto de normas reguladoras e disciplinadoras de ofertas públicas de aquisição surgiu apenas, tal como previa o DL n.º 429/83 de 13 de Dezembro, na versão originária do Código das Sociedades Comerciais¹⁴². Entre 1991 e 1995 as ofertas públicas de aquisição conheceram uma regulamentação bipartida entre aquele Código e o CódMVM. Fora pela mão do Decreto-Lei 261/95, de 3 de outubro que passaram a figurar (somente) na lei mobiliária todas as normas que regulam as OPAs.

Hodiernamente, o regime normativo das OPAs encontra-se no Capítulo III do Título III do CVM (arts. 173.º a 197.º-A) e tem vindo a sofrer algumas alterações por força

¹⁴¹ Dispõe a al. f) que são imputáveis os direitos de voto inerentes a ações detidas em garantia pelo participante, ações que sejam por ele administradas ou ações que tenham sido depositadas junto dele, se os direitos de voto lhe tiverem sido atribuídos.

¹⁴² O regime jurídico unitário constava dos arts. 306.º a 315.º.

de influências europeias. Neste ponto merecem destaque a Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004 (habitualmente designada Diretiva das OPAs) e a Diretiva n.º 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro.

10.3.2 Noção e horizonte

A própria noção de oferta pública de aquisição pode ser descortinada através da interpretação de cada um dos vocábulos que a compõem.

Somos conhecedores de que a personagem principal é a pessoa jurídica ou singular, de direito público ou privado, que lança determinada proposta com o objetivo de adquirir parte ou a totalidade de valores mobiliários. No fundo, trata-se de um convite do oferente endereçado aos titulares de valores mobiliários a aceitarem a proposta que lhe é remetida e alienarem os seus valores mobiliários. A palavra oferta não é, aqui, sinónimo de um ato de ofertar algo sem nada em troca, o oferente não tem qualquer *animus donandi*. É, sim, utilizada no sentido de contrapartida prometida pelo oferente como permuta da aquisição de valores mobiliários. Simplificando, o oferente propõe dar x por cada ação.

Oferta pública? Vejamos o porquê. Então, o nosso legislador mobiliário batizou-a de pública, pois trata-se de uma proposta dirigida a todo e qualquer titular da categoria de valores mobiliários que é objeto da oferta. Isto é, estamos perante uma oferta ampla, não direcionada e indeterminada no que diz respeito aos seus destinatários (*im incertam personam*). A própria lei oferece-nos uma noção de oferta pública¹⁴³ no art. 109.º, n.º 1: «*considera-se pública a oferta relativa a valores mobiliários dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados*¹⁴⁴». Todavia, a lei mobiliária prevê, no n.º 3 do referido

¹⁴³ Não devemos ignorar que o legislador nacional não se limitou a definir o que são ofertas públicas, tendo-nos oferecido no artigo seguinte dois critérios normativos de atribuição da qualidade de particular a determinada oferta. São tidas como particulares *as ofertas relativas a valores mobiliários dirigidas apenas a investidores profissionais e as ofertas de subscrição dirigidas por sociedades com o capital fechado ao investimento do público à generalidade dos seus acionistas (fora do caso previsto na alínea b) do n.º 3 do artigo anterior)*.

¹⁴⁴ Atentemos na parte final do artigo: «(...) *dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados*». Estamos certos que tal norma deve ser interpretada no sentido de que o legislador atribui a qualificação de “pública” a determinada oferta mesmo quando somente parte da mesma tenha sido lançada a destinatários

artigo, um conjunto de três situações em que se justifica a atribuição da qualidade de pública a determinada oferta, ainda que não se considere que os destinatários são indeterminados. Na al. a) considera-se pública a oferta *dirigida à generalidade dos acionistas de sociedade aberta, ainda que o respetivo capital social esteja representado por ações nominativas*. É necessário sublinhar dois aspetos. Desde logo, torna-se inevitável que uma oferta dirigida a todos os sócios-investidores de uma sociedade aberta seja considerada pública. Vimos que a sociedade aberta é aquela cujo capital social se encontra aberto ao investimento público, logo o contacto com a totalidade dos acionistas é sinónimo de contactar com público. O segundo prende-se com o facto de que ainda que os destinatários possam ser identificados e determinados, uma vez que são titulares de ações nominativas, a oferta mantém tal qualidade

145

O critério qualitativo previsto na alínea seguinte considera que é pública a oferta *que, no todo ou em parte, seja precedida ou acompanhada de prospeção ou de recolha de intenções de investimento junto de destinatários indeterminados ou de promoção publicitária*. Simplificando, ainda que a entidade oferente contacte com o seu público-destinatário para fins de estudo e/ ou publicidade da oferta que pretende lançar, esta é inevitavelmente pública.

Por último a al. c), que é fruto de sucessivas alterações legislativas¹⁴⁶, dispõe que é igualmente pública *«a oferta dirigida a, pelo menos, 150 pessoas que sejam investidores*

indeterminados. É considerada (totalmente) pública a oferta que é dirigida no seu todo a destinatários indeterminados e, ainda, a oferta em que apenas uma parcela da contraparte do oferente é indeterminada. A indeterminação de que falamos refere-se, naturalmente, à fase inicial de todo o processo. Por outras palavras, no momento em que se torna de conhecimento geral o lançamento de certa oferta pública por determinada entidade oferente, aquela não é endereçada a pessoas (jurídicas ou singulares) determinadas. Repare-se que o n.º 2 do art. 109.º afigura-se (aparentemente) algo contraditório, uma vez que dispõe que *«a indeterminação dos destinatários não é prejudicada pela circunstância de a oferta se realizar através de múltiplas comunicações padronizadas, ainda que endereçadas a destinatários individualmente identificados»*. Parece-nos que o legislador considerou que a utilização “grosseira” de um mesmo modo de comunicação para destinatários determinados deve, ainda assim, ser qualificada de oferta pública.

¹⁴⁵Ações nominativas, como a própria designação nos indica, são aquelas cuja entidade emitente tem conhecimento de quem são os seus titulares.

¹⁴⁶Na versão original do Código o texto desta alínea considerava como *pública a oferta dirigida a mais de 200 pessoas*. Mais tarde, o art. 2.º do Decreto-Lei n.º 52/2006 (transpondo a Diretiva n.º 2003/71/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro, vulgarmente conhecida por Diretiva dos Protestos) modificou a letra da lei, diminuindo o número de pessoas para 100 e aditou e exigiu que tais pessoas seriam *investidoras não qualificadas com residência ou estabelecimento em Portugal*. Em 2013, o Decreto-Lei n.º 18/2013 (art. 2.º) altera o número até aí exigido para 150 pessoas, em respeito e transpondo a Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 4 de novembro de 2003. Finalmente, a última alteração registou-se no ano de 2016 (mais concretamente, por via do Decreto-Lei n.º 22/2016) que introduziu alterações na parte final da norma, substituindo *«com residência ou estabelecimento em Portugal» pela expressão «por Estado membro»*.

não profissionais, por Estado membro.». É necessário precisar dois aspetos. Desde já, não é correta a interpretação *a contrario* deste preceito¹⁴⁷, pois não corresponde à verdade a afirmação: *a oferta dirigida a menos de 150 investidores não profissionais é considerada particular*¹⁴⁸. Depois, notar que independentemente de tais investidores estarem/serem determinados em nada interfere no âmbito de aplicação deste critério¹⁴⁹.

Para terminar, foquemo-nos no (último) vocábulo: aquisição. As ofertas públicas podem ter como fim: comprar (oferta pública de aquisição), alienar (oferta pública de venda) ou emitir (oferta pública de subscrição) valores mobiliários¹⁵⁰. A oferta pública de aquisição é a pedra angular da nossa investigação. Obviamente que o sucesso ou o insucesso de qualquer OPA é ditado pela adesão dos titulares dos valores mobiliários à proposta apresentada pela entidade oferente. De forma crua, a OPA de ações é o meio (processo legalmente definido, composto por várias etapas entre as quais o anúncio de lançamento e as declarações de aceitação) para chegar ao fim – celebração de contratos de compra e venda de ações¹⁵¹. Como nota final, apenas dar conta de que a proposta de aquisição pode incidir sobre qualquer espécie de valores mobiliários e não tem que obrigatoriamente visar valores mobiliários que conferem direito à sua subscrição ou aquisição, é o que resulta da leitura do n.º 3 do art. 173.º¹⁵². Todavia, esta liberdade legalmente consagrada acerca do objeto da OPA nem sempre foi uma realidade no nosso ordenamento jurídico. Recordemos que o CódMVM tipificava no seu n.º 1 do art. 523.º uma lista (fechada) de possíveis objetos de OPAs¹⁵³.

¹⁴⁷ CÂMARA, Paulo, *op. cit.* pp. 645-646.

¹⁴⁸ Como vimos, existem outros critérios de qualificação de ofertas públicas.

¹⁴⁹ *Ibidem*, p. 647.

¹⁵⁰ Na verdade, podemos agrupar as ofertas públicas em dois grupos: as ofertas públicas de aquisição e as ofertas públicas de distribuição. Estas últimas são constituídas por dois tipos de ofertas autonomizáveis, a saber: as ofertas públicas de venda e as ofertas públicas de subscrição. Em termos simplistas, as ofertas públicas de distribuição têm como fim comum a transmissão/ alienação, em sentido amplo, de valores mobiliários. *Vide* CORDEIRO, A. Barreto Menezes, *op. cit.*, p. 372.

¹⁵¹ MARTINS, Alexandre Soveral, *Títulos de Crédito e Valores Mobiliários, Parte II- Valores Mobiliários, Volume I- As Ações*, 1.ª Edição, Almedina, 2018, p. 162.

¹⁵² «*À oferta pública de aquisição lançada apenas sobre valores mobiliários que não sejam ações ou valores mobiliários que conferem direito à sua subscrição ou aquisição (...).*».

¹⁵³ «*1 - Ficam sujeitas ao disposto no presente capítulo as ofertas públicas de aquisição que se realizem no mercado nacional e tenham por objecto:*

a) Ações;

b) Obrigações e outros valores mobiliários convertíveis em ações;

c) Obrigações e outros valores mobiliários que confiram o direito à subscrição de ações ou à sua aquisição a qualquer outro título.»

10.3.3. As suas (diversas) configurações

As ofertas públicas de aquisição podem assumir diferentes configurações, vejamos quais.

Resulta do art. 173.º, n.º 1 do CVM que «*a oferta pública de aquisição é dirigida a todos os titulares dos valores mobiliários que dela são objeto*». O que significa, por exemplo, que o ato de lançamento de uma OPA de ações tem que ter, obrigatoriamente, como destinatários todos os titulares daquela categoria de valor mobiliário, ou seja, todos os titulares de ações. Uma vez que a própria lei mobiliária emprega a expressão “OPA geral” para outro fim, julgamos que a utilização da mesma para designar que todas as ofertas públicas de aquisição são dirigidas a todos os titulares dos valores mobiliários que dela são objeto poderia, eventualmente, originar alguma confusão entre modalidades e conceitos distintos. Neste ponto, propomo-nos a identificar e analisar as diversas configurações que as ofertas públicas de aquisição podem assumir. Por conseguinte, sendo o n.º 1 do art. 173.º uma disposição comum a todas as OPAs, entendemos classificá-la como princípio geral inderrogável. Tal princípio, que é espelho do intrínseco carácter público da proposta, oferece aos titulares dos valores mobiliários objeto de OPA, ou seja aos destinatário da proposta, a garantia de igualdade e derrogação de qualquer tipo de discriminação num eventual interesse em participar em tal oferta¹⁵⁴.

Posto isto, quanto ao objeto¹⁵⁵, a OPA pode assumir um de dois tipos de configuração: geral¹⁵⁶ ou parcial. A oferta pública de aquisição é geral quando é lançada «*sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição*», é o que concluímos da leitura conjugada dos arts. 187.º, n.º 1 e 187.º, n.º 3, al. b) do CVM. Em contraposição, quando uma entidade oferente lança uma OPA cujo objeto incide sobre parte ou percentagem das ações e/ou de outros valores mobiliários emitidos pela sociedade visada que confirmam direito à subscrição ou aquisição designa-se de OPA parcial¹⁵⁷.

A OPA pode ainda ser obrigatória ou facultativa. O critério distintivo entre ambas as modalidades assenta na existência ou inexistência de livre arbítrio ou juízo decisório

¹⁵⁴ Princípio da generalidade da oferta é a designação atribuída por CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 728.

¹⁵⁵ *Ibidem*, p. 675.

¹⁵⁶ Para CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 728, «parece (...) mais adequado propor a antinomia terminológica oferta parcial/ oferta universal.».

¹⁵⁷ CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 675. MARTINS, Alexandre Soveral, *op. cit.* p. 167.

quanto ao lançamento de uma oferta pública de aquisição por parte de determinado oferente. Quanto às primeiras, existe efetivamente a imposição legal de um dever de lançamento de OPA consagrado no art. 187.º do CVM¹⁵⁸. Por outro lado, a OPA é facultativa quando tem como pilar a decisão livre e ponderada do oferente, o lançamento de uma OPA é espelho de um juízo decisório incondicionado. Evidentemente que a referida imposição legal acarreta um conjunto de normas especiais cujo âmbito de aplicação é exclusivamente a OPA obrigatória (arts. 187.º a 193.º). Os restantes artigos do Título das OPAs são aplicáveis, regra geral, a qualquer tipo de OPA.

O último critério de distinção encontra fundamento no relatório sobre a oportunidade e condições de oferta elaborado pelo órgão de administração da sociedade visada (art. 181.º). Sabemos que o relatório contém um parecer autónomo e fundamentado sobre determinados aspetos de uma OPA e deve ser enviado à entidade oferente, à CMVM e divulgado publicamente. Ora, tal parecer pode ser emitido num sentido positivo, isto é, a oferta faz-se acompanhar de um juízo favorável emitido pelo órgão de administração da sociedade visada – OPA amigável– ou negativo, ou seja, na opinião da administração aquela oferta não se afigura, tendo como horizonte os interesses da sociedade e dos seus respetivos investidores, a mais profícua – OPA hostil^{159 160}.

10.3.4. Olhar (geral) sobre o seu processo

Aqui chegados, realizado um desenho em traços gerais das ofertas públicas de aquisição, segue-se a análise das etapas basilares que constituem o processo (legalmente definido) deste tipo de ofertas.

¹⁵⁸ Dispõe o n.º 1 que «*aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, diretamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmem direito à sua subscrição ou aquisição.*» (itálico e negrito nossos). Do exposto concluímos que as ofertas públicas de aquisição consideradas obrigatórias no nosso ordenamento jurídico são aquelas cujo objeto corresponde a valores mobiliários que confirmam o direito à sua subscrição ou aquisição.

¹⁵⁹ Seguimos o ponto de vista de MARTINS, Alexandre Soveral, *op. cit.* pp. 167-168.

¹⁶⁰ Como faz notar MARTINS, Alexandre Soveral, *op. cit.* p. 168, o facto de a administração se pronunciar em sentido negativo nem sempre significa que a proposta apresentada seja desvantajosa para os investidores. A posição adotada pela administração pode, não raras as vezes, ser sinónimo de adoção de uma estratégia cujo objetivo passa pelo aumento da contrapartida oferecida a cada um dos titulares dos valores mobiliários objeto de OPA ou pode ser reflexo da opinião e vontade dos sócios maioritários.

Numa linha, no nosso entender, podemos resumir qualquer processo de OPA a cinco fases indispensáveis: 1) oferente toma a decisão de lançar uma OPA; 2) anúncio preliminar; 3) registo da OPA; 4) relatório emitido pela administração; 5) anúncio de lançamento da OPA¹⁶¹.

O legislador mobiliário, no nosso entendimento, atribuiu especial relevo ao momento da tomada de decisão do oferente e por isso somos impelidos a destacá-lo e designá-lo como o primeiro. Não obstante a tomada de decisão ser um elemento intrínseco e imprescindível de todo e qualquer processo, entendemos que a evidência que o legislador lhe atribuiu não foi inocente. A letra da lei não se cinge a referir qual o passo anterior ao envio do anúncio preliminar, o legislador optou antes por consagrar que: «**logo que tome a decisão de lançamento de oferta pública de aquisição, o oferente deve enviar anúncio preliminar (...).**». Aliás, veja-se que não só destaca o próprio juízo decisório como o momento temporal em que este é tomado.

Neste sentido, impõe-se indagar como se define o preciso momento da tomada de decisão de lançamento da oferta pública de aquisição. Se o oferente for uma pessoa coletiva, considera-se que o momento exato da tomada de decisão deverá coincidir com a última decisão ou o último ato necessários¹⁶². Caso o oferente seja uma pessoa singular, aponta-se para a irreversibilidade da decisão, isto é, sempre que se considere que o juízo decisório, sob o ponto de vista da pessoa singular (oferente) e do decorrer do próprio processo decisório, o lançamento da OPA é um dado certo¹⁶³.

Após a tomada de decisão¹⁶⁴, o oferente (pessoa singular ou jurídica) deverá proceder não só ao *envio do anúncio preliminar* (cujo conteúdo respeitará o disposto no art.

¹⁶¹ Registam-se algumas divergências quanto à identificação da primeira etapa deste processo. Na opinião de CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 677, «*a oferta inicia-se com a divulgação do anúncio preliminar, que serve de comunicado urgente a condensar os aspetos principais da proposta de aquisição (...).*». Para CORDEIRO, A. Barreto Menezes, *op. cit.*, pp. 373- 374, a decisão do oferente configura apenas o segundo passo do processo de uma OPA, ocupando o primeiro momento a fase preparatória. Considera que «*a fase preparatória, externa ao campo mobiliário, congrega todos os procedimentos prévios à tomada de decisão societária, desde as comuns negociações entre acionistas, passando pelas incontornáveis due diligences jurídicas e económico-financeiras.*».

Seguimos o entendimento de MARTINS, Alexandre Soveral, *op. cit.* p. 180, uma vez que o autor considera que a fase preliminar do processo de uma oferta pública de aquisição inicia-se com a tomada de decisão, por parte do oferente, de lançamento da mesma e que tal juízo decisório é precedido de estudos e análises.

¹⁶² MARTINS, Alexandre Soveral, *op. cit.* p. 180.

¹⁶³ *Ibidem*, p. 180.

¹⁶⁴ Sublinhe-se que o nosso ordenamento jurídico mobiliário impõe um dever de segredo (ao oferente, à sociedade visada, aos investidores, aos titulares de órgãos sociais e a todos os que prestem serviços à sociedade a título permanente ou ocasional) quanto à preparação da oferta pública de aquisição. Esta obrigação deve ser

176.^{o165}) à CMVM, à sociedade visada e às entidades gestoras dos mercados regulamentados em que os valores mobiliários que são objeto da oferta ou que integrem a contrapartida a propor estejam admitidos à negociação, como também à sua imediata publicação¹⁶⁶ (art. 175.^o, n.^o 1)¹⁶⁷.

Ora, o ato de tornar público tal anúncio acarreta novos encargos. Vejamos.

O oferente terá, entre outras obrigações, de *requerer* junto da CMVM o *registo* da oferta no prazo de vinte dias (art. 175.^o, n.^o 2).

Quanto à sociedade visada, os encargos encontram-se espelhados nas alíneas a) a d) do n.^o 5 do art. 181.^o, a saber: *informar diariamente a CMVM acerca das transações realizadas; prestar todas as informações que lhe venham a ser solicitadas pela CMVM; informar os representantes dos seus trabalhadores ou, na sua falta, os trabalhadores sobre o conteúdo dos documentos da oferta e do relatório por si elaborado; agir de boa fé.*

Mais, a publicação do anúncio preliminar afeta o normal decurso das negociações de valores mobiliários no mercado regulamentado, no sentido em que caso se verifique uma

respeitada até à publicação do anúncio preliminar (art. 174.^o CVM), caso contrário tal comportamento configura a prática de uma contraordenação muito grave, prevista no art. 393.^o, n.^o 2, al. e) do CVM.

¹⁶⁵As diversas alíneas do n.^o 1 configuram a lista de indicações basilares que o anúncio preliminar obrigatoriamente deverá conter. Destacamos as seguintes: indicação dos valores mobiliários que são objeto da oferta; apresentação do tipo de contrapartida e apresentação sumária dos objetivos do oferente.

No que concerne à prestação do oferente a lei tipifica quais os tipos de contrapartida admitidos. *A contrario*, a entidade oferente não possui liberdade de escolha quanto ao que pretende oferecer aos titulares dos valores mobiliários. A contraprestação tem de assumir uma das seguintes naturezas: dinheiro, valores mobiliários ou mista (art. 177.^o, n.^o 1). Caso seja realizada somente em dinheiro estamos perante um verdadeiro negócio jurídico de compra e venda de valores mobiliários entre o oferente e os titulares daqueles. Se consistir em dinheiro e valores mobiliários considera-se que a contrapartida é mista. Na hipótese de o oferente propor como contrapartida valores mobiliários, emitidos ou a emitir, estamos perante uma oferta de troca (art. 178.^o). Tal como ressalva CÂMARA, Paulo, *op. cit.* p. 675, «(...) a oferta pública de troca com valores mobiliários a emitir implica a coexistência de uma OPA e de uma oferta pública de subscrição.». Concretizando, os titulares dos valores mobiliários que aceitem a proposta de aquisição estão simultaneamente a aceitar, como contrapartida, a subscrição de valores mobiliários emitidos ou a emitir. Por último, apenas notar que o n.^o 2 do art. 178.^o admite a possibilidade de a contrapartida consistir em valores mobiliários não emitidos pelo oferente.

¹⁶⁶ A partir da publicação do anúncio preliminar e até ao apuramento do resultado da oferta, o oferente e as pessoas que com este estejam em alguma das situações previstas no artigo 20.^o estão sujeitas a regras especiais, previstas no artigo 180.^o, quanto a transações efetuadas na pendência da OPA.

¹⁶⁷ A receção do anúncio preliminar por parte da sociedade visada marca o início do período de tempo durante o qual o seu órgão de administração não pode praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente. Tal imposição (que decorre até ao apuramento do resultado ou até à cessação, em momento anterior, do respetivo processo) aplicar-se-á somente quando a OPA incida sobre mais de um terço dos valores mobiliários da respetiva categoria (n.^o 1 do art. 182.^o).

OPA da mesma categoria de valores mobiliários esta só pode ser realizada através de oferta concorrente lançada nos termos do art. 185.^o¹⁶⁸.

Vimos que a publicação do anúncio preliminar traz consigo a obrigação de requerer o registo da oferta. Nesta fase, o oferente aquando da solicitação do registo far-se-á acompanhar dos documentos comprovativos dos atos e factos indicados nas alíneas dos arts. 115.^o e 179.^o. O que significa que naquele período de tempo o oferente já teve que executar um conjunto de tarefas necessárias, entre as quais elaborar e entregar “a quem de direito” o projeto de anúncio de lançamento e o projeto do prospeto (para além, obviamente, do anúncio preliminar).

Uma vez recebidos tais documentos, impende ao órgão de administração da sociedade visada a elaboração, o envio e a publicação¹⁶⁹ de um relatório¹⁷⁰ que verse sobre a oportunidade e as condições da oferta¹⁷¹, no prazo de oito dias e elaborado nos termos do art. 7.^o.

Em resposta ao pedido de registo da oferta, a CMVM proferirá o seu deferimento ou indeferimento¹⁷². Registado o pedido de OPA, segue-se o *anúncio do lançamento da oferta* (art. 183.^o-A) e do prospeto (art. 138.^o).

Chegados à fase da oferta propriamente dita, vemos que o legislador não consagrou um prazo fixo, optou antes por nos oferecer um período de vigência variável, indicando-nos duas balizas temporais: os períodos mínimo e máximo de vigência, de duas e dez semanas respetivamente (art. 183.^o, n. 1). Tal variação temporal encontra justificação e é fixada em conformidade com *as características da oferta, com a defesa dos interesses dos destinatários e do emitente e com as exigências de funcionamento do mercado* (art. 125.^o).

¹⁶⁸ Veja-se os arts. 185.^o-A e 185.^o-B no que diz respeito ao processo de ofertas concorrentes e aos direitos dos oferentes anteriores, respetivamente.

¹⁶⁹ «*Dever de conteúdo triplo*», como batizou Paulo Câmara in Manual de Direito dos Valores mobiliários, (...), p. 683.

¹⁷⁰ O n.º 2 do art. 181.^o consagra o conteúdo mínimo e indispensável que o parecer deve abordar: «*a) O tipo e o montante da contrapartida oferecida; b) Os planos estratégicos do oferente para a sociedade visada; c) As repercussões da oferta nos interesses da sociedade visada, em geral, e, em particular, nos interesses dos seus trabalhadores e nas suas condições de trabalho e nos locais em que a sociedade exerça a sua atividade; d) A intenção dos membros do órgão de administração que simultaneamente sejam acionistas da sociedade visada, quanto à aceitação da oferta.*».

¹⁷¹ O relatório tem como destinatários: o oferente, a CMVM e o público (art. 181.^o, n. 1).

¹⁷² Tal como fora mencionado, no prazo de oito dias («*a partir da receção do pedido ou das informações complementares solicitadas ao oferente ou a terceiros*» – art. 118.^o, n.º 2) a CMVM proferirá a sua decisão sobre a solicitação de registo. De notar apenas que a ausência de decisão durante aquele período é sinónimo de indeferimento tácito do pedido (art. 118.^o, n. 4).

Por último, chegou o momento de os destinatários da oferta manifestarem a sua vontade. A OPA, tal como o próprio nome indica, é uma proposta contratual na qual a entidade oferente “oferece” determinada contrapartida em troca da aquisição de valores mobiliários. Os destinatários que pretendam aceitá-la deverão apresentar uma declaração de aceitação, nos termos do art. 126.º.

Findo o prazo da oferta, proceder-se-á ao apuramento e publicação¹⁷³ do resultado obtido.

10.3.5 Perspetivas e objetivos de lançamento de uma OPA

Como ponto final da análise (global) das ofertas públicas de aquisição impõe-se tecer algumas considerações sobre os (possíveis) fins e perspetivas que incitam determinada pessoa (jurídica ou singular) a lançar tal proposta.

Assim sendo, e tendo em conta o que foi explanado *supra* focar-nos-emos unicamente no lançamento voluntário de ofertas públicas de aquisição. Uma vez que, como se compreende, o lançamento de uma oferta pública de aquisição obrigatória restringe-se a respeitar e executar uma disposição normativa legalmente consagrada.

Veja-se os possíveis objetivos que uma entidade oferente pode apresentar ao lançar uma oferta pública de aquisição de valores mobiliários de forma voluntária.

Os mercados de capitais não são estanques e muitas vezes deparam-se com ciclos depressivos. Tais ciclos influenciam inevitavelmente as sociedades abertas e, conseqüentemente, a posição e o comportamento dos investidores. Perante um cenário negro de desvalorização de ações, o colete salva-vidas acaba por ser a venda dos valores mobiliários a um preço muito inferior ao seu valor real. A compra destas ações (desvalorizadas) pode ser realizada através de uma OPA, tendo em vista e como objetivo a concretização de um proveitoso investimento¹⁷⁴. A entidade oferente lança uma OPA com o fim de adquirir valores mobiliários a preços baixos, para posteriormente, num ciclo económico-financeiro positivo, aliená-las por um valor (mais) elevado.

¹⁷³ A tarefa de publicação é realizada por um intermediário financeiro que concentre as declarações de aceitação ou em sessão especial de mercado regulamentado (art. 127.º, n.º 1, als. a) e b)).

¹⁷⁴ MARTINS, Alexandre Soveral, *op. cit.* p. 165.

Um outro objetivo que merece ser destacado prende-se com a vontade de o oferente alcançar o domínio da sociedade visada ou, uma vez que já adquirido, deseja fortalecê-lo¹⁷⁵. O lançamento de uma OPA que tem como horizonte o controlo ou o reforço do domínio da sociedade visada é algo congénito ao “sócio-investidor” que apresenta um perfil empresarial, com um tipo de visão e estratégias ambiciosas para o futuro da (“sua”) sociedade. Assumindo o controlo da sociedade ou reforçando-o consegue de forma mais simples impor a sua visão estratégica, os seus projetos e, até, modificar os órgãos sociais que não lhe aprouverem.

Adotando uma outra perspetiva, a entidade oferente pode lançar uma OPA como técnica de concentração empresarial¹⁷⁶. O ato de o oferente adquirir e integrar a sociedade visada no seu património pode ser visto numa dupla perspetiva: como complemento ao seu setor de atividade ou como expansão do seu domínio comercial. Observemos os passos necessários para tal concretização: o oferente lança uma OPA – através da aquisição de ações e/ou outros valores mobiliários alcança o domínio da sociedade visada – adquire a sociedade.

Não esquecer que a aquisição da sociedade visada pode ter em vista a sua extinção quando a mesma é concorrente no setor de atividade onde a sociedade cuja propriedade pertence ao oferente opera¹⁷⁷.

11. Evolução legislativa refletida em 2 períodos

As tarefas de análise e compreensão da alínea a) do n.º 1 do art. 27.º obriga-nos a recuar temporal e legislativamente para uma melhor compreensão da sua *ratio*. A perda de qualidade de sociedade aberta quando intimamente relacionada com o lançamento de uma oferta pública de aquisição conheceu, no ordenamento jurídico português, diferentes configurações até à versão que conhecemos hoje em dia.

Iniciemos a análise da evolução legislativa dos dois momentos que antecederam a norma atual.

¹⁷⁵ *Ibidem*, pp. 163-165.

¹⁷⁶ Para além das ofertas públicas de aquisição, existem diversas técnicas de concentração de empresas, como por exemplo a fusão de sociedades ou os contratos de constituição de relação de grupo entre sociedades;

¹⁷⁷ MARTINS, Alexandre Soveral, *op. cit.* p. 165.

i. De 1995 a 1999

O instituto da perda de qualidade de sociedade de subscrição pública¹⁷⁸ fora anunciado legislativamente pela primeira vez no ano de 1995, mais concretamente por via das alterações introduzidas no CódMVM pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de outubro. No preâmbulo do referido diploma somos confrontados com o motivo que levou o legislador mobiliário a consagrar tal faculdade: permite-se «(...) a sociedades que tenham estado cotadas em bolsa ou tenham dispersado o seu capital pelo público a passagem para um regime menos exigente e oneroso, através de um procedimento que proporcione adequadas garantias a todos os seus accionistas e titulares de outros valores mobiliários cujos interesses são potencialmente afectados pela modificação.». A ambição do legislador em harmonizar e equilibrar os valores em jogo é manifesta. Se, por um lado, permite às sociedades de subscrição pública (por vontade de mais de 90% dos sócios ou do sócio maioritário) a passagem para um regime jurídico menos rigoroso, por outro, edifica um procedimento cujo pilar é a salvaguarda dos interesses dos sócios minoritários, naturalmente os mais afetados pela alteração¹⁷⁹.

O novo artigo do CódMVM (art. 531.º-A) previa as condições e situações (alternativas) que abriam as portas para determinada sociedade de subscrição pública deixar, para todos os efeitos, de ser considerada como tal, mediante declaração da CMVM, a saber: *a assembleia geral tenha deliberado, por maioria superior a 90% dos votos correspondentes ao capital social, tal perda ou tenha sido lançada uma oferta pública de aquisição geral e em seu resultado o oferente passe a deter valores que representem mais de 90% de cada uma das espécies e categorias de valores mobiliários objeto da oferta.*

Atentemos a segunda situação descrita, aquela que releva para a nossa investigação. Consagrava a al. b) que o lançamento de uma OPA geral fundamentava a perda de qualidade de sociedade de subscrição pública quando a pessoa coletiva ou singular que lançasse a

¹⁷⁸ Designação à data utilizada.

¹⁷⁹ Nas palavras de 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 Revista de Direito das Sociedades, Ano IV, Número 2, Almedina, 2017, p. 240, «*verifica-se assim que o regime em causa nasceu com uma marcada feição conciliatória de interesses antagónicos: o interesse da sociedade (ou do acionista de controlo) passar a estar sujeita a um regime menos oneroso e exigente e, do outro lado, o eventual interesse dos acionistas minoritários – representativos de pelo menos 10% do capital social – em permanecer na estrutura acionista de uma sociedade cujas ações continuem admitidas à negociação em mercado regulamentado para que, por essa via, vejam assegurado um nível de liquidez e, conseqüentemente, a manutenção (ou não degradação significativa) do valor do seu investimento.*».

oferta passasse a deter uma percentagem superior a 90% dos valores mobiliários objeto da mesma. Todavia, não se afigurava suficiente a verificação desta situação para a sociedade perder tal qualidade. Adicional e cumulativamente¹⁸⁰, o legislador exigia na al. e) do mesmo artigo que *qualquer ou quaisquer dos acionistas que tenham lançado a oferta pública de aquisição (ou ainda se as disposições legais e estatutárias aplicáveis lho permitirem, a própria sociedade) se obriguem¹⁸¹ a adquirir, durante o prazo de três meses contado a partir da data da publicação, ações detidas pelos acionistas que não hajam aceitado a oferta pública de aquisição*. De notar que o n.º 2 salvaguardava que o valor de aquisição oferecido pelas ações dos acionistas que não aceitaram a proposta do oferente *não pode ser inferior ao valor da contrapartida em dinheiro ofertado no âmbito do processo de oferta pública de aquisição*. Tal imposição representava a consagração de uma medida tutelar dos sócios minoritários num duplo sentido: não só garantia aos acionistas que não aceitaram a proposta apresentada pelo oferente e que perante tal cenário de concentração de capital pretendessem sair da sociedade, uma nova oportunidade de o fazerem; como também, era o único mecanismo previsto no âmbito do direito dos valores mobiliários que proporcionava tantas garantias e condições no quadro de uma saída pós processo de OPA. Os sócios que não aceitaram a oferta que lhes fora dirigida (por exemplo, por considerarem que o oferente não iria alcançar a percentagem legalmente exigida, mais de 90%) após tomarem conhecimento do resultado da OPA e apresentando intenções de abandonar a sociedade têm a oportunidade de alienar as suas participações sociais em condições idênticas às da OPA.

Impõe-se precisar uma informação referida *supra*. Recuemos. O CódMVM não previa, tal como mencionado, qualquer tipo de mecanismo semelhante ao consagrado, atualmente, nos arts. 194.º e 196.º do CVM. Porém, no CSC previa-se um instituto cujo regime tinha total aplicabilidade no âmbito das sociedades de subscrição pública. O art. 490.º do CSC, na sua versão original, apresentava o regime jurídico aplicável em situações de «aquisições tendentes ao domínio total». Do seu n.º 1 resultava a imposição de um dever de comunicação a quem dispunha de quotas ou ações correspondentes a, pelo menos, 90% do capital de determinada sociedade, nos 30 dias seguintes àquele em que fosse atingida tal percentagem de participação. O número seguinte atribuía a faculdade de, nos seis meses posteriores à referida comunicação, lançar uma oferta de aquisição das participações dos

¹⁸⁰ FERREIRA, Juliano, “Sociedade com o capital aberto ao investimento do público: Relevância da lei pessoal na aquisição e perda da qualidade de sociedade aberta”, (...), p. 238.

¹⁸¹ Garantindo essa obrigação mediante garantia bancária.

restantes sócios, *mediante uma contrapartida em dinheiro ou nas suas próprias quotas, ações ou obrigações*. O não exercício do referido direito, isto é, a não apresentação oportuna da aludida proposta, “ativa” o direito de cada sócio livre poder exigir, a qualquer momento, que lhe seja apresentada uma oferta de aquisição da sua participação social num período inferior a 30 dias. Por fim, apenas salientar que o último número deste artigo, o n.º 6, concedia ao *sócio livre* – em caso de ausência de oferta ou existindo, mas sendo insatisfatória – o direito de *requerer ao tribunal*¹⁸² que: *declare as ações ou quotas como adquiridas pela sociedade dominante, desde a proposição da ação, fixe o seu valor em dinheiro e condene a sociedade dominante a pagar-lho*. Posto isto, podemos afirmar que a figura legal da aquisição tendente ao domínio total configurava, a par do “requisito adicional” patente na al. e) do n.º 1 do art. 531.º -A uma medida protetora dos interesses e da posição jurídico-societária dos sócios minoritários¹⁸³.

Em suma, este primeiro momento legislativo da al. a) do n.º 1 do art. 27.º do CVM balizado entre os anos de 1995 e 1999¹⁸⁴, foi marcado por um notório sentimento de preocupação com “a parte mais fraca” desta situação jurídica, os sócios minoritários.

ii. De 1999 a 2006

Como sabemos, em 1999 entrou em vigor no ordenamento jurídico português o (novo) Código dos Valores Mobiliários, através do Decreto-Lei n.º 486/99 de 13 de Novembro e com ele a nova organização das normas mobiliárias e a introdução de algumas novidades, como a designação de “sociedade aberta”.

O segundo período do desenvolvimento legislativo do regime de perda de qualidade de sociedade aberta associado a um processo de oferta pública de aquisição de ações e/ou outros valores mobiliários pode ser delimitado entre os anos de 1999 e 2006.

Ora, o regime que outrora constava da (antiga) al. b) do n.º 1 do art. 531.º-A do CódMVM passara para o CVM, mais concretamente para a al. a) do n.º 1 do art. 27.º¹⁸⁵.

¹⁸² A ação deve ser proposta nos 30 dias seguintes a contar do fim do prazo estabelecido para apresentação da oferta ou da receção da oferta, conforme for o caso em questão.

¹⁸³ Evidentemente, que sob o ponto de vista da pessoa que atingiu os 90% de participação social da sociedade de subscrição pública estas medidas configuram um recurso para atingir o seu fim, ou seja, abrem as portas para adquirir a totalidade das participações sociais e assumir o controlo da sociedade.

¹⁸⁴ FERREIRA, Juliano, op. cit. p. 237.

¹⁸⁵ Letra essa que se mantém até aos dias de hoje.

De forma mais simples e direta a letra do novo artigo dispunha que determina sociedade aberta poderia perder essa qualidade quando: *«um accionista 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»*. E quanto à al. e) do n.º 1 do art. 531.º-A? Consta “agora” de que artigo do CVM? Na verdade, a passagem de um para outro Código eliminou – pelo menos, quando o fundamento apresentado para dar início ao processo de perda de qualidade fosse a concentração de mais de 90% de direitos de voto num único acionista, em consequência de uma OPA – a obrigação ali patente de o oferente (ou a própria sociedade) adquirir(em) no prazo de três meses as ações dos acionistas que não tenham aceitado a oferta pública de aquisição

Afirmámos “pelo menos, quando o fundamento apresentado (...) fosse a concentração de mais de 90% de direitos de voto num único acionista, em consequência de uma OPA” porque o n.º 3 do art. 27.º consagra(va) o dever de a sociedade visada indicar um acionista que se obrigue: *«a adquirir, no prazo de três meses após o deferimento pela CMVM, os valores mobiliários pertencentes, nesta data, às pessoas que não tenham votado favoravelmente alguma das deliberações em assembleia» – (a) e «a caucionar a obrigação referida na alínea anterior por garantia bancária ou depósito em dinheiro efetuado em instituição de crédito» – (b)*), somente quando a origem do processo de perda de qualidade resultar de uma deliberação, em assembleia geral, da sociedade por maioria não inferior a 90% do capital social.

Após a análise comparativa entre ambos os artigos que ilação podemos retirar? Qual foi a *ratio* da não manutenção do conteúdo da al. e) no novo Código? Porque motivo é que o legislador obriga expressamente a sociedade visada a indicar um acionista que se comprometa a adquirir os valores mobiliários pertencentes aos investidores que não tenham votado favoravelmente e não tomou a mesma atitude quanto aos sócios que não aceitaram a OPA?

Identifiquemos o escopo da norma e descortinemos tal decisão.

Como supramencionado, o Código anterior não previa qualquer tipo de mecanismo mobiliário de aquisição das participações sociais dos sócios remanescentes. Contudo, vimos que existia um instituto consagrado na lei societária, mais concretamente no art. 490.º do CSC, que previa um possível cenário de aquisição do domínio total da sociedade visada que se aplicava às sociedades de subscrição pública.

A entrada em vigor do (novo) Código dos Valores Mobiliários modificou este paradigma. O artigo treze do preâmbulo do Decreto-Lei 486/99, de 13 de novembro, diploma que aprovou aquele Código, *adaptou o disposto no art. 490.º do CSC*. À letra deste artigo fora adicionado o n.º 7 que referia que: *«a aquisição tendente ao domínio total de sociedade com o capital aberto ao investimento do público rege-se pelo disposto no Código dos Valores Mobiliários»*¹⁸⁶. Pode, ainda, ler-se no referido preâmbulo que: *«acentuou-se todavia a protecção das expectativas geradas pela abertura da sociedade ao investimento do público, presente também nos requisitos para a perda da qualidade de sociedade aberta (artigo 27.º)»*.

Quer isto significar que o prato da balança do regime do CVM tendia para a protecção das (legítimas) expectativas geradas pela abertura do capital social ao investimento do público ao invés da protecção dos sócios remanescentes/ minoritários através da consagração de um mecanismo (complementar) de abandono da sociedade?

Parece-nos que não. Vejamos.

O próprio CVM apresentava uma novidade neste âmbito ao consagrar, pela primeira vez, direitos potestativos de aquisição e alienação de valores mobiliários, nos arts. 194.º e 196.º, respetivamente. Antecipadamente, podemos concluir que a eliminação da antiga al. e) e a transposição de parte do seu conteúdo para o n.º 3 do art. 27.º do CVM, encontra justificação na consagração dos referidos artigos. Repare-se que tais artigos servem interesses evidentemente opostos, sendo o art. 196.º – direito potestativo dos sócios remanescentes – inverso ao art. 194.º – direito potestativo do oferente¹⁸⁷.

Resultava do n.º 1 do art. 194.º que: *«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*

¹⁸⁶ A 8 de março de 2000, a CMVM emitiu um parecer sobre a perda de qualidade de sociedade aberta, na sequência de aquisição tendente ao domínio total no qual esclarece que: *«(b) o processo de aquisição tendente ao domínio total, tal como regulado no artigo 490º do Código das Sociedades Comerciais, é reservado, à luz do novo regime, às sociedades que não sejam sociedades abertas (...), devendo, relativamente a sociedades abertas, recorrer-se ao estatuído nos artigos 194º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários;»*.

¹⁸⁷ FERREIRA, Juliano, op. cit. p. 241.

do resultado da oferta, adquirir as acções remanescentes mediante contrapartida calculada nos termos do artigo 188.º.». Desde logo, estamos perante um direito potestativo, isto é, um direito que é incontestável e perante o qual a contraparte, neste caso os acionistas minoritários, deve subjugar-se. Depois, notar que as condições legalmente pré-definidas de perda de qualidade de sociedade aberta (previstas na al. a) do n.º 1 do art. 27.º) e de aquisição das acções remanescentes (referidas no art. 194.º) são idênticas, o que significa que o acionista após atingir a percentagem, supracitada, de 90% de direito de voto da sociedade visada pode escolher entre iniciar o processo de perda de qualidade ou exercer o seu direito potestativo¹⁸⁸. No texto do preâmbulo do Decreto-Lei 486/99, de 13 de novembro, encontramos esta mesma ideia espelhada quando o legislador refere que «o direito de aquisição potestativa (artigo 194.º), a que corresponde um direito simétrico de alienação potestativa dos accionistas minoritários (artigo 196.º), tem como ónus o lançamento prévio de oferta pública de aquisição.». Faz notar ainda que «a mesma ideia justifica a extensão a este instituto do princípio de igualdade de tratamento e a intervenção da autoridade de supervisão do mercado, quer quanto ao conteúdo da informação divulgada, quer quanto ao montante da contrapartida, que passa a reger-se pelas regras aplicáveis às ofertas públicas de aquisição obrigatórias.».

O art. 196.º, n.º 1 dispunha que: «se o direito de aquisição potestativa não for exercido tempestivamente, pode cada um dos titulares das acções remanescentes dirigir por escrito ao sócio dominante convite para que, no prazo de 30 dias, lhe faça proposta de aquisição das suas acções.». Figurativamente este artigo é uma porta de saída de emergência para os sócios minoritários-remanescentes que pretendessem abandonar a sociedade confrontados com tal cenário. A primeira parte desta norma – «se o direito de aquisição potestativa não for exercido tempestivamente» – não deixa qualquer dúvida que o exercício de tal direito depende do facto de o oferente não exercer o seu direito potestativo de aquisição, ou seja, nenhum dos acionistas remanescentes não pode exercer o seu direito de forma inteiramente livre, sem depender de uma não ação de terceiros. A segunda parte levou-nos a crer que este direito pode ser exercido independentemente de o oferente ter requerido ou não a perda de qualidade de sociedade aberta no âmbito do art. 27.º, n.º 1, al. a)¹⁸⁹, isto

¹⁸⁸ Naturalmente que «a aquisição implica a imediata exclusão da negociação em mercado regulamentado das acções da sociedade e dos valores mobiliários que a elas dão direito, ficando vedada a readmissão durante dois anos.» (art. 195.º, n.º 4 do CVM).

¹⁸⁹ FERREIRA, Juliano, op. cit. p. 242.

porque a própria letra atribui tal oportunidade apenas na condição de o direito de aquisição potestativa não tenha sido exercido durante o período instituído.

Quanto à contrapartida¹⁹⁰, cujos credores são os acionistas remanescentes, esta era calculada nos termos do art. 188.^o¹⁹¹, o qual garantia sempre o recebimento de um valor justo.

12. O rumo da Sociedade (aberta) após a OPA: o futuro nas mãos do oferente

Uma sociedade em comandita por ações ou anônima que abra o seu capital social ao investimento do público está exposta naturalmente a riscos, sendo um deles o lançamento de uma oferta pública de aquisição.

Lançada a proposta e concluído, com sucesso, todo o processo inerente à mesma, o rumo da sociedade aberta encontra-se nas mãos do oferente¹⁹². Que caminhos pode seguir? Quais as alternativas que pode considerar? Será o fecho do capital ao investimento do público a única escolha? Veremos.

12.1 Manutenção da sociedade no mercado

Relembra-se, uma vez mais, o texto do n.º 1 do art. 27.^o do CVM: «a sociedade aberta **pode perder essa qualidade quando (...)**¹⁹³». O mesmo quer dizer que o n.º 1 expõe um conjunto de situações (em termos rigorosos, três) cuja verificação atribui a possibilidade de requerer à CMVM a perda de qualidade de aberta.

¹⁹⁰ Arts. 194.^o, n.º 1 e 196.^o, n.º 2, al. b) do CVM.

¹⁹¹ Segundo este artigo o valor oferecido *não pode ser inferior ao mais elevado dos seguintes montantes: o maior preço pago pelo oferente (ou por qualquer das pessoas previstas no n.º 1 do artigo 20.º) nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta e o preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período.*

¹⁹² Regra geral, a sociedade aberta é a entidade competente para requerer à CMVM a perda da sua qualidade de “aberta”. Não obstante, existe um caso no qual o oferente possui tal capacidade. Dispõe o n.º 2 do art. 27.^o que «a perda de qualidade de sociedade aberta pode ser requerida à CMVM pela sociedade e, no caso da alínea a) do número anterior, **também pelo oferente.**» (itálico e negrito nossos). O advérbio “também” indica-nos que quando o fundamento de perda de qualidade de aberta seja a detenção de 90% de direitos de voto em consequência de uma OPA, passam a ser duas as entidades com capacidade para tal: a sociedade e o oferente. Na verdade, apesar de a letra da lei indicar estas duas opções parece-nos, em termos práticos, que apenas se verifica uma. Vejamos o porquê. O acionista que *passa a deter, em consequência de oferta pública de aquisição, mais de 90 % dos direitos de voto* é, sem qualquer dúvida, sócio maioritário ou controlador da sociedade visada o que implica objetivamente que é ele quem toma as decisões e define o rumo da (sua) sociedade. Por este motivo intitulamos este ponto da nossa investigação “o rumo da Sociedade (aberta) após a OPA: o futuro nas mãos do oferente”.

¹⁹³ Itálico e negrito nossos.

No “nosso” caso (al. a) do n.º 1 do art. 27.º), o facto de determinado oferente atingir (direta ou indiretamente) a percentagem de 90% de direito de voto, na sequência de uma OPA, atribui tanto a este como à própria sociedade uma faculdade, isto é, possibilita que ambos atuem de certo modo.

A lei mobiliária concede à entidade oferente tal faculdade de agir e não o dever legal de o fazer. O não lançamento de OPA não configura qualquer tipo de ato ilícito. Neste sentido, a decisão de requerer ou não à CMVM o pedido de desqualificação encontra-se intrinsecamente ligado à vontade do oferente.

O oferente pode, então, optar por manter a sociedade visada – sociedade anónima ou em sociedade em comandita por ações – com o capital aberto ao investimento do público, caso assim o deseje, após o processo da OPA.

12.2 Perda de qualidade de sociedade aberta

Alcançada (direta ou indiretamente¹⁹⁴) a percentagem superior a 90% de participação social, legalmente exigida, pode o oferente requerer à CMVM a perda de qualidade de aberta da sociedade visada.

Ora, o pedido da entidade oferente não se afigura suficiente para que a sua pretensão seja uma realidade. Após a apresentação do requerimento, solicitando tal desqualificação, terá naturalmente que se verificar em relação ao mesmo uma resposta em sentido positivo¹⁹⁵ por parte da entidade competente, a CMVM. Após o deferimento do pedido, segue-se a publicidade da decisão da CMVM – o último passo de todo este processo – que apresenta efeitos constitutivos¹⁹⁶.

Contrariamente ao que se verifica com a aquisição, a perda de qualidade de aberta não é automática e por consequência o oferente tem que respeitar e seguir todos aqueles passos para a alcançar. O facto de ser, após a OPA, sócio maioritário ou controlador de uma sociedade aberta não é sinónimo de que esta se torne fechada ao investimento do público¹⁹⁷.

¹⁹⁴ Direta ou indiretamente uma vez que, como analisado *supra*, o direito de voto neste âmbito é calculado nos termos do n.º 1 do artigo 20.º do CVM.

¹⁹⁵ Relembrar que em caso de indeferimento o oferente pode recorrer da decisão negativa da CMVM em sede judicial, cuja jurisdição pertence aos Tribunais Administrativos e Fiscais (TAF).

¹⁹⁶ Art. 29.º, n.º 1: «a perda de qualidade de sociedade aberta é eficaz a partir da publicação da decisão favorável da CMVM.».

¹⁹⁷ Como demonstramos ao longo do presente ponto, esta não se afigura a única ação possível, o único desfecho para a sociedade.

i. Reflexos jurídicos

Que reflexos jurídicos produzem o ato de publicidade de perda de qualidade de aberta e o conseqüente fechar as portas ao investimento do público?

Desde logo, e de forma mais evidente e direta, *a imediata exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade e dos valores mobiliários que dão direito à sua subscrição ou aquisição* e a interdição legal de o voltar a fazer durante o período de um ano.

De relevância igualmente assinalável é a modificação que se regista relativamente ao regime jurídico a que se encontra sujeita a sociedade visada. O facto de ser aberta é uma “qualidade” que (somente) as sociedades anónimas ou em comandita por ações podem adquirir, não significa por si só uma categoria legal de sociedade. Concretizando, ser aberta é sinónimo não só de sujeição a um regime jurídico “base” do tipo legal societário adotado (anónima ou em comandita por ações), como também de obediência a um conjunto de normas especiais (e, mais, rigorosas) previstas no CVM. Assim, a perda de qualidade de aberta traduz-se na aplicação de normas e princípios “base” consagrados no regime jurídico disposto no CSC aplicável às sociedades anónimas ou em comandita por ações.

ii. Recurso ao artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais

Numa linha, em jeito de resumo do ponto anterior e como lançamento do mote do presente ponto, a sociedade outrora aberta rege-se, em pleno, pelo regime jurídico disposto no CSC.

Desenhando o cenário: determinada sociedade aberta, a pedido do oferente, fecha o seu capital social ao investimento do público, ou seja, torna-se fechada. Imaginemos que o, agora, sócio maioritário ou controlador pretende adquirir as ações dos restantes acionistas com o fim de controlar de forma total e plena a sociedade anónima, será que pode recorrer ao mecanismo consagrado no art. 490.º do CSC?

De forma global e pouco rigorosa, o art. 490.º do CSC epigrafoado «*aquisições tendentes ao domínio total*», apresenta-se como um mecanismo societário que possibilita a

aquisição das participações sociais¹⁹⁸ dos restantes sócios, caso se verifiquem preenchidos determinados requisitos legais.

Recordando, na versão original do art. 490.º o mecanismo nele consagrado aplicava-se a todas as sociedades abertas. Após a entrada em vigor do CVM, as suas disposições normativas destinam-se, no que respeita a sociedades por ações, somente àquelas cujo capital social se encontra **fechado** ao investimento do público.

Encarando o referido artigo societário sob um ponto de vista profundamente redutor e simplista responderíamos, sem qualquer dúvida, afirmativamente à questão acima colocada, contudo analisemos de forma sumária a letra do artigo.

É o seguinte o teor do n.º 1: «*uma sociedade que, por si ou juntamente com outras sociedades ou pessoas mencionadas no artigo 483.º, n.º 2¹⁹⁹, disponha de quotas ou acções correspondentes a, pelo menos, 90% do capital de outra sociedade, deve comunicar o facto a esta nos 30 dias seguintes àquele em que for atingida a referida participação.*».

Primeiramente, podemos concluir desta leitura que a pessoa (singular ou coletiva) que lançou uma proposta pública de aquisição aos acionistas de certa sociedade aberta, abreviadamente designado de oferente, tem que, de forma imperativa e aos olhos da norma citada, ser uma pessoa jurídica²⁰⁰. O facto de o oferente ser uma pessoa singular afasta a possibilidade de adquirir o controlo total da sociedade através deste mecanismo legal. Na hipótese de o sócio maioritário ser uma pessoa coletiva esta apenas preenche o requisito quando apresente um dos seguintes tipos legais: sociedade por quotas, sociedade anónima ou sociedade em comandita por ações (art. 481,º, n.º1 do CSC).

Depois, numa primeira leitura conjugada deste artigo com os n.ºs 1 e 2 do art. 481.º do CSC²⁰¹ parece-nos que a lei exige que a sede de ambas as sociedades (sociedade visada pela aquisição e sociedade titular do direito de adquirir as participações) tenha que se localizar no nosso país. Ou seja, o legislador ao restringir o campo de aplicação das normas daquele

¹⁹⁸ Ações ou quotas.

¹⁹⁹ Concretizando: *sociedades dependentes direta ou indiretamente, sociedades em relação de grupo e pessoas que sejam titulares de ações/ quotas por conta de qualquer das sociedades.*

²⁰⁰ De notar que o próprio artigo se encontra consagrado no capítulo (no capítulo III, do Título VI, do CSC) relativo às sociedades em relação de grupo.

²⁰¹ Observe-se que o n.º 2 do art. 481.º refere expressamente que o título das sociedades coligadas *se aplica apenas a sociedades com sede em Portugal* (salvo quanto às exceções presentes nas alíneas a) a d) do mesmo número).

título – relativo às sociedades em relação de grupo – às sociedades que possuam sede em Portugal leva-nos, conseqüentemente, a crer que o art. 490.º aplicar-se-á somente a sociedades que disponham de sede no nosso país.

Contudo, neste sentido convoque-se o art. 3.º, n.º 1 do CSC: «*as sociedades comerciais têm como lei pessoal a lei do Estado onde se encontre situada a sede principal e efectiva da sua administração. A sociedade que tenha em Portugal a sede estatutária não pode, contudo, opor a terceiros a sua sujeição a lei diferente da lei portuguesa.*». Regra geral, a lei portuguesa societária não só se aplica às sociedades cuja sede efetiva se encontre em território português, como também às sociedades que apesar de efetivamente a sua sede se situar em outro país, encontra-se estatutariamente sita em Portugal. A letra do art. 481.º, n.º 2 do CSC constitui um afastamento à aplicação desta regra geral, no sentido em que caso não existisse aquela regra especial o art. 490.º aplicava-se a qualquer tipo de relação desde que pelo menos uma das sociedades intervenientes tivesse sede em Portugal.

Um olhar meramente literal sobre o art. 481.º, n.º 2 levar-nos-ia a disciplinar somente as relações entre sociedades estritamente internas, isto é, relações de grupo entre sociedades comerciais que tenham sede em território nacional. «*Ora, os resultados a que este entendimento literal conduz, mostram-se tão distantes da ratio do Título VI do CSC, permitem tão graves distorções de protecção entre grupos nacionais e grupos estrangeiros e mesmo entre filiais portuguesas entre si, além de que potenciam a fuga de investimento para o estrangeiro e se prestam a tão fáceis fraudes, que a tendência de vária doutrina tem sido o de convocar os possíveis recursos interpretativos para lograr restringir o alcance daquele n.º 2 do art 481º (...) e modo que, ao menos no que se reporta às sociedades em relação de grupo, resulte aplicável o Título VI do CSC, ainda que uma das sociedades assim coligadas tenha sede no estrangeiro e correspondentemente, apenas se afaste a aplicação daquele Título às relações de grupo em que ambas as intervenientes tenham sede no estrangeiro.*»²⁰²»²⁰³. Neste sentido, consideramos que é necessário interpretar a norma no sentido de que a mesma não exige que a sociedade dominante tenha sede em Portugal e que

²⁰² Ac. TRL de 11/05/2017, proc. 254/09.7TBVPV.L1-2.

²⁰³ Nas palavras de ANTUNES, José Engrácia, Os Grupos de Sociedades – Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária, 2ª Edição, Almedina, 2002, p. 248, «*(...) a autolimitação contida na norma do art 481º/2 conduz assim a uma dupla discriminação: desde logo, entre as sociedades-mãe estrangeiras e portuguesas, beneficiando as primeiras de um quadro jurídico mais favorável de investimento do que as segundas em território português, e depois, das próprias sociedades-filhas portuguesas entre si, cuja sorte passa a depender directamente da nacionalidade da “paternidade” da participação ou domínio.*».

por isso se afigura bastante que *apenas uma* das sociedades tenha conexão territorial com Portugal²⁰⁴. Mais, quando aplicada num plano intracomunitário – relações de grupo entre sociedades comerciais sediadas em Portugal e em qualquer país da União Europeia – esta afastava-se (divergia, até) daqueles que são alguns dos princípios base consagrados no Tratado da União Europeia, como por exemplo: a não discriminação em razão da nacionalidade e a liberdade de estabelecimento²⁰⁵.

Observemos, agora, a segunda parte do art. 490.º, n.º 1 «(...) *disponha de quotas ou acções correspondentes a, pelo menos, 90%*²⁰⁶ *do capital de outra sociedade (...).*». Quanto a este (segundo) requisito o legislador societário impõe que a sociedade (dominante) seja titular, direta ou indiretamente (em conjunto com as pessoas mencionadas no art. 483.º, n.º 2), de ações correspondentes a uma percentagem igual (ou superior) a 90% do capital social da sociedade visada²⁰⁷.

Na perspetiva do oferente (entidade responsável pelo lançamento da OPA) este requisito também se pode averiguar preenchido. Aliás, a percentagem exigida no âmbito de perda de qualidade de sociedade aberta em consequência de OPA é superior a 90%, percentagem mais exigente.

A última parte do referido artigo impõe à sociedade dominante *o dever de comunicar, nos 30 dias seguintes àquele em que for atingida a mencionada participação, tal acontecimento.*

²⁰⁴ Neste sentido, vide sumário do Ac. TRL de 11/05/2017, proc. 254/09.7TBVPV.L1-2, «*quando se tenha em vista a aplicação do disposto no art 490º do CSC, impõe-se proceder à interpretação correctiva do nº 2 do art 481º CSCCom, de modo a concluir-se que basta que uma das sociedades em causa tenha conexão espacial com o território nacional, não sendo exigido que a sociedade dominante tenha sede em Portugal.*».

²⁰⁵ Com uma leitura idêntica, DIAS, Rui Manuel Pinto Soares Pereira, Responsabilidade por Exercício de Influência sobre a Administração de Sociedades Anónimas - Uma análise de Direito Material e Direito de Conflitos, Almedina, 2007, p. 292. Este autor defende que deve existir um afastamento total da limitação espacial consagrada no n.º 2 do art. 481.º quanto às relações intracomunitárias.

²⁰⁶ Outros países europeus (como por exemplo: Alemanha, França, Itália) consagram percentagens mais exigentes, impondo à sociedade dominante uma participação social correspondente a mais de 90% do capital social.

²⁰⁷ Naturalmente que a sociedade dominante tem que ser sócia da sociedade visada. Vide ABREU, Jorge M. Coutinho de, / MARTINS, Alexandre de Soveral, “Artigo 490.º”, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, coord. Jorge M. Coutinho de Abreu, Volume VII, 2ª Edição, Almedina, 2021, p. 157.

Apesar de o legislador referir expressamente o dever de comunicação, o seu teor não se encontra especificado²⁰⁸. A quem pertence tal dever? Quem é o destinatário? O dever de emitir a referida comunicação pertence ao órgão de administração da sociedade dominante (órgão dotado de competências de representação), que deverá remetê-la para a sociedade visada. Ainda que não exista expressamente tal obrigação, consideramos que em respeito e cumprimento do dever legal (e fundamental) de lealdade (disposto no art. 64.º, n.º 1, al. b) do CSC) o órgão de administração deverá informar os sócios minoritários de tal comunicação²⁰⁹.

A realização da comunicação fixa o período legal durante o qual a sociedade dominante terá a oportunidade de fazer uma oferta de aquisição das participações dos restantes sócios. O que significa que a sociedade dominante tem o ónus de realizar tal comunicação caso pretenda adquirir, nos termos do art. 490.º, o domínio total da sociedade visada. *A contrario*, a não realização da comunicação ou a sua realização após o prazo definido preclude tal direito.

Transpondo tal obrigação legal para a esfera jurídica da sociedade dominante (mais propriamente, enquanto e na qualidade de oferente) surgem, inevitavelmente, algumas questões relacionadas com a contagem do referido prazo de 30 dias.

Imaginemos o seguinte caso: a Sociedade Y em consequência do lançamento de uma OPA não só passou a deter 93% da Sociedade Aberta X, como também requereu, à CMVM, a desqualificação de aberta desta sociedade. Ora, após o deferimento do pedido, a Sociedade X perde a sua qualidade de aberta e passa, naturalmente, a reger-se pelas normas consagradas no CSC.

Perante tal cenário, conseguirá a Sociedade Y – sociedade dominante (outrora oferente) – utilizar o mecanismo societário de aquisição de ações dos restantes sócios da Sociedade X – sociedade dominada? Como se realiza, em termos práticos, a contagem do prazo?

²⁰⁸ O legislador (por lapso?) não mencionou como deveria ser efetuada tal comunicação. Não obstante, seguindo a visão da maioria doutrinária, acreditamos que deverá obedecer à forma escrita em linha com o exigido em outros artigos do CSC (arts. 484.º, n.º 1; 489.º, n.º 5).

²⁰⁹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, Manual de Grupos de Sociedades, 1.ª Edição, Almedina, 2018, p. 97.

Contar-se-á o prazo legal de trinta dias a partir do dia em que finda o processo de lançamento de OPA? Por outras palavras, o prazo começa a contar após o apuramento e publicação do resultado da oferta?

Ou será que o prazo para o cumprimento de tal ónus começa a contar após o ato de publicação da decisão favorável, proferida pela CMVM, quanto ao pedido de perda de qualidade de aberta?

A primeira hipótese de solução olha para a letra da lei de forma “crua”. Explicitemos. Natural, portanto, que a Sociedade Y atinga a requerida participação após o apuramento e publicação do resultado da oferta. E, em termos pouco rigorosos, deveria ser essa a data a partir da qual começa a contagem dos trinta dias. Contudo, na referida data a Sociedade mantém a sua qualidade de aberta e conseqüentemente o disposto no art. 490.º do CSC não se aplica.

Impõe-se perguntar se fará sentido que a contagem de um prazo (tão importante) se inicie sem antes da sociedade perder a sua qualidade de aberta. Será justa esta solução para a Sociedade (Y)? Será correto fazermos depender o exercício deste direito (de aquisição de ações tendente ao domínio total) do cumprimento de um ónus que, à data, o órgão de administração da sociedade dominante não tomou conhecimento? Do exposto decorre que, se adotarmos esta solução, a contagem do prazo tem início em momento anterior à tomada de decisão de desqualificação de aberta e à ponderação, por parte do oferente, quanto à utilização de tal mecanismo.

No que concerne à segunda via de solução, a publicação da decisão favorável da CMVM é o evento a partir do qual o prazo (de trinta dias) começa a correr. Isto porque, como é sabido, aquele é o momento que dita a eficácia da desqualificação de aberta. Sob este ponto de vista, somente após a declaração de perda de qualidade de sociedade aberta é que a contagem do prazo deveria ter início, isto porque só depois daquele evento é que a entidade oferente tem a oportunidade de emitir um juízo decisório sobre o fecho das portas da sociedade ao investimento do público e conseqüente utilização de tal mecanismo. Todavia, a letra da lei refere que a comunicação tem de ser realizada nos 30 dias seguintes àquele em que for atingida a mencionada participação e parece-nos que a solução apresentada pode não respeitar (em todos os casos) o que se encontra legalmente consagrado.

No fundo, o obstáculo que preclude o exercício do mecanismo legal previsto no CSC é o facto de o período de tempo que decorre entre (o apuramento e) a publicação do resultado da OPA – momento em que se verifica se foi (ou não) atingida a requerida participação – e o proferimento da decisão favorável da CMVM – momento em que a sociedade perde automaticamente tal qualidade – ser superior a 30 dias.

Mas, afinal, qual o prazo máximo que a CMVM tem para proferir um juízo decisório quanto ao pedido de desqualificação? Na verdade, o legislador não fixou na lei mobiliária um prazo (específico) para a CMVM comunicar a sua decisão ao oferente. Apesar de a letra do art. 29.º-A do CVM referir que: «*são definidos em regulamento da CMVM os prazos relativos a atos previstos no presente capítulo*», tal prazo não foi definido. Pergunta-se agora: qual será o prazo?

A CMVM, cuja missão prende-se com a supervisão e regulação dos mercados de instrumentos financeiros e dos seus agentes, é (legalmente)²¹⁰ reconhecida como uma das entidades reguladoras do nosso país. Neste sentido, umas das consequências deste reconhecimento é a aplicação subsidiária, no âmbito do seu regime jurídico, do Código de Procedimento Administrativo²¹¹.

Não existindo qualquer disposição especial sobre esta matéria, aplicar-se-á uma norma geral subsidiária, neste caso consagrada no mencionado Código, o art. 128.º, n.º 1. Atendendo à letra do preceito, a decisão da CMVM – *ato decisório final e do qual depende a eficácia da perda de qualidade de sociedade aberta* – deve ser proferida no prazo de 60 dias²¹².

Posto isto, podemos facilmente concluir que o prazo que a CMVM dispõe para responder ao pedido de desqualificação é (bastante) superior àquele que o oferente possui. Repare-se que a sociedade dominante dispõe de seis meses para realizar uma oferta de aquisição das participações dos restantes sócios, contudo (como referido *supra*) sem o cumprimento do ónus de comunicar à sociedade dominada, no prazo de trinta dias, a titularidade de mais de 90% das ações, fica impedida de fazê-lo.

²¹⁰ Art. 3.º, n.º 3, al. b) da Lei n.º 67/2013 de 28 de agosto.

²¹¹ Art. 5.º, n.º 2, al. a) da Lei-quadro das Entidades Reguladoras.

²¹² A título de nota: a contagem dos prazos procedimentais é realizada em dias úteis, isto é, «*o prazo fixado suspende-se nos sábados, domingos e feriados*» (al. c) do art. 87.º do CPA).

De seguida, no n.º 2 do art. 490.º, o legislador traçou o esquema que a sociedade dominante deverá seguir caso deseje apresentar uma proposta de aquisição do «*capital livre*»²¹³: «*nos seis meses seguintes à data da comunicação, a sociedade dominante pode fazer uma oferta de aquisição das participações dos restantes sócios (...)*»²¹⁴. No fundo, a sociedade dominante apresenta uma proposta de aquisição das restantes ações e os sócios minoritários (que assim o desejem) emitem uma declaração de aceitação da mesma²¹⁵.

A transição de uma relação de domínio qualificado para uma situação de domínio total superveniente²¹⁶ (permitida e fomentada por este mecanismo legal) produz, naturalmente, consequências jurídicas (e patrimoniais) inevitáveis²¹⁷. Por este motivo, questionamos: quem é que tem (ou deve ter) o poder de tomar tal decisão?

Apesar de ser uma decisão cujo objeto é matéria de gestão e, como tal, da área de competência decisória do órgão de administração²¹⁸ cremos que, dada a sensibilidade da questão e não sendo um simples ato de gestão de uma sociedade anónima, os administradores devem remeter a discussão e consequente decisão a deliberação dos sócios²¹⁹.

²¹³ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, Manual de Grupos de Sociedades, (...), p. 94. Utilizamos tal expressão de forma irónica, uma vez que o legislador atribuiu a designação de “sócios livre” aos sócios minoritários (art. 490.º, n.º 3).

²¹⁴ «(...) mediante uma contrapartida em dinheiro ou nas suas próprias quotas, ações ou obrigações, justificada por relatório elaborado por revisor oficial de contas independente das sociedades interessadas, que será depositado no registo e patenteado aos interessados nas sedes das duas sociedades.». Para um maior desenvolvimento sobre o cálculo do valor de contrapartida, vide ABREU, Jorge M. Coutinho de, “Retalhos (jurídicos) sem cosedura”, in Direito das Sociedades em Revista, Outubro 2019, Ano 11, Vol. 22, pp. 21e ss. Sobre a imposição legal de independência do ROC, vide ABREU, Jorge M. Coutinho de, MARTINS, / Alexandre Soveral, Grupos de Sociedades. Aquisições Tendentes ao Domínio Total, Almedina, 2003, pp. 13-29.

²¹⁵ Neste caso, «(...) a sociedade dominante adquire por contrato a participação(...)», ABREU, Jorge M. Coutinho de, / MARTINS, Alexandre de Soveral, “Artigo 490.º”, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, (...), p. 145.

²¹⁶ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, Manual de Grupos de Sociedades, (...), p. 95.

²¹⁷ Tal modificação implica, naturalmente, a alteração do regime jurídico aplicável. Sendo uma novidade a aplicação das disposições normativas presentes nos arts. 501.º a 504.º do CSC.

²¹⁸ Dispõe o art. 373.º, n.º 3 do CSC: «sobre matérias de gestão da sociedade, os accionistas só podem deliberar a pedido do órgão de administração.».

²¹⁹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, Manual de Grupos de Sociedades, (...), p. 98, considera que os administradores devem submeter a matéria à deliberação dos acionistas por força do cumprimento dos deveres de lealdade que lhes são impostos.

Concordamos com a posição de COSTA, Ricardo, O Sócio Gestor. A Administração da Sociedade PME e o Sócio Gestor. Sócios como Administradores de Facto das “Suas” Sociedades, Almedina, 2017, pp. 23-25, «no que respeita às sociedades anónimas, a articulação do art.373.º, 2 e 3, com os arts. 405.º, 1, e 406.º-431.º, 1, tem dividido a nossa doutrina no que respeita às competências dos accionistas em matérias de gestão, em particular quando se fala da iniciativa para desencadear essas competências e da legitimidade para deliberar nessas matérias. Aqui, desvio-me da alegada concentração exclusiva de tais matérias na esfera do órgão de administração por força da imperatividade do art. 373.º, 3. Temos antes que perceber (num hemisfério largo de actos de administração gestionária) o amplo leque de manifestações do accionista gestor.».

O n.º 2 reflete uma “proposta”, na verdadeira aceção da palavra, uma vez que os sócios minoritários caso não pretendam alienar as suas ações dispõem de total liberdade para recusarem tal oferta. Diferentemente o n.º 3 atribui à sociedade dominante o direito potestativo de adquirir as ações *pertencentes aos sócios livres da sociedade dominada*²²⁰. *A sociedade dominante pode tornar-se titular daquelas ações*, não considerando ou respeitando a vontade dos sócios minoritários²²¹, *se assim o declarar na proposta (estando a aquisição sujeita a registo*²²² *por depósito e publicação)*²²³. Em termos práticos, se a sociedade dominante a par da oferta (referida no n.º 2) não emitir tal declaração – referindo que tornar-se-á titular das ações cujos titulares não aceitaram a oferta de aquisição (n.º 2) – fica impedida de exercer tal direito.

Na perspetiva de um sócio minoritário: pode optar por alienar voluntariamente as suas ações – aceitando, no referido período, a oferta de aquisição – ou perde forçosamente a titularidade da sua participação social²²⁴ – recusando tal oferta.

Não podíamos deixar de referir o reverso do direito de aquisição potestativa. Sumariamente, o legislador consagrou no n.º 5 que: caso a sociedade dominante não apresente oportunamente a oferta mencionada no n.º 2, cada sócio pode, *em qualquer altura, exigir por escrito que a sociedade dominante lhe faça, em prazo não inferior a 30 dias, oferta de aquisição das suas ações*. Mais, *na falta de oferta ou sendo esta considerada insatisfatória*, o n.º 6 atribui aos sócios minoritários o direito de alienar as suas participações sociais judicialmente.

²²⁰ Designada por «*sociedade dependente*» neste artigo.

²²¹ Nas palavras de ABREU, Jorge M. Coutinho de, / MARTINS, Alexandre de Soveral, “Artigo 490.º”, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, (...), p. 161, estamos perante uma «*aquisição por ato unilateral*».

²²² Quanto ao registo o n.º 3 refere que «*(...) só pode ser efectuado se a sociedade tiver consignado em depósito a contrapartida, em dinheiro, acções ou obrigações, das participações adquiridas, calculada de acordo com os valores mais altos constantes do relatório do revisor.*».

²²³ Antes da entrada em vigor do art. 2.º do Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, o n.º 3 exigia e fazia depender o exercício do direito potestativo de escritura pública em que fosse declarada a aquisição das participações, por parte da sociedade dominante. Em linha com aquele que era o seu principal objetivo, *adoptar medidas de simplificação e eliminação de actos e procedimentos notariais e registrais* (tal como nos indica o seu sumário), o referido Decreto-Lei consagrou que o registo da aquisição potestativa é realizado por depósito.

²²⁴ É inquestionável que a saída do sócio minoritário, nestes termos, é realizada de forma forçosa, sem a sua vontade. Todavia, tal situação não se confunde com a figura legal da “exclusão” prevista no CSC (como por exemplo, arts. 204.º, n.ºs 1 e 2; art. 212.º, n.º 1; art. 214.º). No artigo 490.º do CSC a saída do sócio (minoritário) não está associado a um comportamento negativo da sua parte. Seguimos a opinião de ABREU, Jorge M. Coutinho de, Curso de Direito Comercial- Volume II, (...), p. 410.

Por fim, impõe-se a título de nota²²⁵ uma passagem pela questão da constitucionalidade (ou inconstitucionalidade) da norma do art. 490.º, n.º 3 do CSC. Ao contrário do que se verificou no passado²²⁶, a jurisprudência e a maioria da doutrina^{227 228} consideram que tal disposição normativa é conforme com a Constituição da República Portuguesa. Apesar de consagrar um direito potestativo ímpar, de carácter excecional e deveras oneroso para os sócios minoritários, o Tribunal Constitucional veio sanar esta dúvida pronunciando-se no sentido da sua constitucionalidade, Acórdão n.º 491/2002, de 26 de novembro de 2002²²⁹.

Ainda que existam algumas questões completamente ultrapassadas (como, por exemplo, a violação do princípio da igualdade²³⁰ ou o respeito pelo princípio da proporcionalidade) outras surgem após a análise dos certos argumentos apresentados pelo Tribunal Constitucional²³¹, das quais destacamos a equiparação do mecanismo presente no n.º 3 do art. 490.º aos regimes *da amortização de quotas ou ações, da cisão, da fusão, da transformação ou da dissolução de sociedades*. Ora, avaliando cada um dos mencionados institutos, em nenhum deles um acionista minoritário deixa de o ser por simples vontade de um sócio. No fundo, a situação (sem paralelo) que se verifica após o exercício do direito de

²²⁵ Não sendo a análise detalhada do art. 490.º do CSC o foco da nossa investigação, mas tendo consciência de que se trata de uma questão incontornável e inevitável decidimos deixar este apontamento.

²²⁶ Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 2 de outubro de 1997.

²²⁷ ABREU, Jorge M. Coutinho de, / MARTINS, Alexandre de Soveral, “Artigo 490.º”, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, coord. Jorge M. Coutinho de Abreu, Volume VII, 2ª Edição, Almedina, 2021, pp. 151-154; 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, Volume II, Coimbra Editora, 2007, pp. 204-253; DUARTE, Rui Pinto, “Constitucionalidade da Aquisição Potestativa de Ações Tendente ao Domínio Total- Anotação ao Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 491/02”, in Jurisprudência Constitucional, n.º 1, 2004, pp. 43-49; MENDES, Evaristo, “Aquisições potestativas no artigo 490.º do CSC após a Reforma de 2006 e procedimento justo”, in V Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, 2018, pp. 343- 400. 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, Volume IV, 2008, pp. 923- 968; PIMENTEL, José Menéres, “O Art. 490.º, n.º3, do Código das Sociedades Comerciais será Inconstitucional?”, in Estudos em Homenagem a Cunha Rodrigues- Volume II, Coimbra Editora, 2001, pp. 515- 526.

²²⁸ No sentido da sua inconstitucionalidade, v. PESSOA, Diogo, “A aquisição potestativa societária- Algumas considerações adicionais sobre a aquisição tendente ao domínio total no Código das Sociedades Comerciais”, in Direito das Sociedades em Revista, Outubro 2019, Ano 11, Vol. 22, pp. 217- 254.

²²⁹ Publicado no Diário da República, II Série, de 22 de janeiro de 2003.

²³⁰ Como salienta NASCIMENTO, Ana Rita, “Direitos dos sócios na aquisição tendente ao domínio total: pressupostos e concretização” in Revista de Direito das Sociedades, Ano III, Número 4, 2011, p. 1000, «(...) a sociedade dominante tem o direito de fazer uma proposta de aquisição, mas os sócios minoritários também têm o direito de exigir uma oferta de aquisição.».

²³¹ Para uma análise com maior detalhe sobre alguns dos argumentos apresentados a favor da não inconstitucionalidade, v. ABREU, Jorge M. Coutinho de, / MARTINS, Alexandre de Soveral, “Artigo 490.º”, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, (...), p. 151.

aquisição potestativa por parte da sociedade dominante – “exclusão” de um sócio (minoritário) através da apresentação de uma declaração de outro sócio expressando a sua vontade em alienar as ações daquele – não ocorre em nenhum daqueles mecanismos societários mencionados pelo TC.

Apesar de não estar isento de observações críticas parece que a constitucionalidade da norma reforçada pelo TC é o caminho a seguir. Nas palavras de Coutinho de Abreu e Soveral Martins «(...) *no conflito entre o direito de propriedade dos minoritários (art. 62.º, n.º 1 da CRP) e o reforço do direito de iniciativa económico-empresarial do(a) maioritário(a) (art. 61.º, n.º 1 da CRP), parece legítimo (não manifestamente desproporcionado) a lei dar prevalência a este sobre aquele*²³².».

12.3 O direito de aquisição potestativa mobiliário

Encerramos o estudo do espetro dos diversos rumos que a sociedade aberta pode tomar, após um processo de oferta pública de aquisição, com a análise do direito de aquisição potestativa consagrado no CVM.

12.3.1. Conceito

O legislador mobiliário atribuiu à entidade oferente um direito potestativo de aquisição das participações sociais dos sócios minoritários. Concretizando, o art. 194.º, n.º 1 do CVM confere-lhe um poder jurídico de por um ato de livre vontade *só de per si* produzir efeitos jurídicos – neste caso, adquirir as ações remanescentes – que inelutavelmente se impõem aos sócios minoritários (na qualidade de contraparte)²³³.

Do ponto de vista dos minoritários, encontram-se perante uma situação de sujeição²³⁴, isto é, sem o seu consentimento veem a sua esfera jurídica ser afetada por mero efeito da expressão da vontade do oferente. Mesmo contra a sua vontade, os sócios minoritários apresentam uma atitude, inevitavelmente, passiva face ao direito potestativo

²³² *Ibidem*, p. 154.

²³³ Utilizando a definição base de direito potestativo oferecida por PINTO, Carlos Alberto da Mota/ Monteiro, António Pinto / Pinto, Paulo Mota, Teoria Geral do Direito Civil, 4.ª Edição, Coimbra Editora, 2012, p. 183.

²³⁴ *Ibidem*, p. 183.

consagrado a favor do maioritário, pois o sucesso do processo aquisitivo só depende do oferente²³⁵.

De forma simplista, a aquisição potestativa mobiliária é produto de apenas uma declaração de vontade (de uma das partes, o oferente) e exibe uma índole impositiva²³⁶.

12.3.2. Pressupostos de constituição do direito

No que concerne aos pressupostos de constituição do direito de aquisição potestativa, isto é, as condições que têm de se verificar para que a entidade oferente possa exercer tal direito, encontram-se dispostas na primeira parte do mencionado artigo: *«quem, na sequência do lançamento de oferta pública de aquisição geral em que seja visada sociedade aberta que tenha como lei pessoal a lei portuguesa, atinja ou ultrapasse, directamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social até ao apuramento dos resultados da oferta e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta (...).»*.

Descortinando tais pressupostos: **1)** - prévio lançamento de uma OPA geral; **2)** - titularidade, direta ou indireta, de, pelo menos, 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social até ao apuramento dos resultados da oferta e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta ²³⁷.

O primeiro requisito de que depende a formação do referido direito potestativo é o prévio lançamento de uma OPA geral. Apesar de já termos abordado tal questão, relembramos que a oferta pública de aquisição é considerada geral quando é lançada «sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição»²³⁸.

²³⁵ SANTOS, Hugo Moredo, “Aquisição Tendente ao Domínio Total de Sociedades Abertas”, in Direito dos Valores Mobiliários- Volume VII, Coimbra Editora, 2007, p. 368.

²³⁶ *Ibidem*, p. 287.

²³⁷ A formulação do art. 194.º, n.º 1 (*«na sequência do lançamento de oferta pública de aquisição»*), leva-nos a refletir sobre a questão da aquisição de valores mobiliários (por exemplo, ações) na pendência do processo de OPA, mas fora desta. Consideramos que tais aquisições devem ser contabilizadas para efeitos de alcance das percentagens exigidas no âmbito da titularidade de participações sociais. Para tal não só atendemos à letra da lei, como também à letra do art. 180.º, n.º 2: *«as aquisições de valores mobiliários da categoria daqueles que são objeto da oferta ou dos que integram a contrapartida, feitas depois da publicação do anúncio preliminar, são imputadas no cálculo da quantidade mínima que o adquirente se propõe adquirir.»*. Vide ABREU, Jorge M. Coutinho de, / MARTINS, Alexandre de Soveral, “Artigo 490.º”, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, (...), p. 179.

²³⁸ V. os arts. 187.º, n.º 1 e 187.º, n.º 3, al. b) do CVM.

O segundo requisito apresenta-nos, na verdade, uma dupla condição: a detenção de, pelo menos, 90% dos direitos de voto e a obtenção de 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta²³⁹. Quanto à primeira, apenas notar que a percentagem exigida de 90% se refere aos direitos de voto e não ao capital social. Quer significar que aos valores mobiliários adquiridos encontram-se inerentes direitos de voto. No que concerne à segunda, cremos que foi uma tentativa (pouco feliz²⁴⁰) de o legislador mobiliário garantir que somente as OPAs que registassem elevada recetividade no seio dos sócios minoritários é que configurariam pressuposto para a formação de tal direito²⁴¹.

12.3.3. Pressupostos do exercício do direito

A última parte do art. 194.º, n.º 1 expressa o direito de aquisição potestativa. Lê-se na referida norma que o oferente «(...) *pode, nos três meses subsequentes, adquirir as acções remanescentes mediante contrapartida justa, em dinheiro, calculada nos termos do artigo 188.º*».

A lei fixou o prazo de três meses²⁴², a partir do apuramento e publicação do resultado (exigido) da OPA, para o oferente exercer o seu direito potestativo. Caso não o faça, o direito extingue-se por caducidade.

Quanto à contrapartida, a Diretiva 2004/25/CE²⁴³ obriga os *Estados-Membros a assegurarem que o oferente possa exigir que todos os titulares das acções remanescentes lhe transmitam esses valores mobiliários mediante um preço justo*. Este pressuposto – apresentação de uma contrapartida justa – reflete a preocupação do legislador comunitário²⁴⁴ quanto à posição vulnerável dos sócios minoritários, que se veem obrigados a alienar as suas participações sociais. O art. 194.º apresenta duas formas de cálculo do valor da contraprestação: **1)** – aplicação do regime utilizado no cálculo da contrapartida no âmbito

²³⁹ ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*- Volume 1, (...), p. 588.

²⁴⁰ Tal condição será alvo de análise nos pontos seguintes.

²⁴¹ *Ibidem*, pp. 588-589.

²⁴² Uma das alterações jurídicas efetuadas pela Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição, foi a redução do prazo de seis para três meses para o oferente poder exercer o seu direito de aquisição potestativa. O art. 15.º, n.º 4 da Diretiva ao alterar a versão original deste artigo reduz, de certa maneira, o período de incerteza jurídica vivido pelos sócios minoritários.

²⁴³ Artigo 15.º, n.º 2.

²⁴⁴ SANTOS, Hugo Moredo, “Aquisição Tendente ao Domínio Total de Sociedades Abertas”, (...), pp. 366-367.

de um processo de OPA obrigatória (*contrapartida justa, em dinheiro, calculada nos termos do art. 188.º*)²⁴⁵; **2)** – o valor da contrapartida (justa) da oferta é, aqui, utilizado como contrapartida (justa) da aquisição das acções remanescentes²⁴⁶.

É importante notar que ao contrário do que se encontra previsto no CSC quanto ao critério legal de fixação da contrapartida (no qual o valor da contrapartida é justificado com base num relatório elaborado por um ROC independente), o CVM impõe expressamente as fórmulas de cálculo. Enquanto que na lei societária vigora um critério subjetivo de cálculo do valor da contrapartida, a lei mobiliária apresenta critérios legais que conferem objetividade e clareza do valor apresentado. Posto isto, parece-nos correto afirmar que a posição jurídica dos sócios minoritários se encontra mais protegida perante o CVM do que o CSC, uma vez que o regime presente neste último é mais permeável a desvios face a um preço justo²⁴⁷.

Naturalmente que o exercício do direito potestativo se encontra associado à realização de um ónus jurídico. Neste caso, o *sócio dominante que tome a decisão de aquisição potestativa* tem o dever de *publicar de imediato anúncio preliminar*²⁴⁸ e *enviá-lo à CMVM para efeitos de registo* (art. 194.º, n.º 3 do CVM). Associada à obrigação de publicar tal anúncio, o sócio dominante é obrigado a *consignar a contrapartida em depósito junto de instituição de crédito, à ordem dos titulares das acções remanescentes*²⁴⁹.

²⁴⁵ Tal regime é utilizado «quando o oferente, na sequência do lançamento de oferta pública de aquisição geral em que seja visada sociedade aberta que tenha como lei pessoal a lei portuguesa, atinja ou ultrapasse, directamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social até ao apuramento dos resultados da oferta e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.»

²⁴⁶ «Quando o oferente, em resultado da aceitação de oferta pública de aquisição geral e voluntária, adquirir pelo menos 90% das acções representativas de capital social com direitos de voto abrangidas pela oferta.»

²⁴⁷ SANTOS, Hugo Moredo, “Aquisição Tendente ao Domínio Total de Sociedades Abertas”, (...), p. 372.

²⁴⁸ Refere o art. 194.º, n.º 4 que: «ao conteúdo do anúncio preliminar aplica-se, com as devidas adaptações, o disposto nas alíneas a) a e) do n.º 1 do artigo 176.º.»

²⁴⁹ N.º 5 do art. 194.º.

12.3.4. Efeitos jurídicos

A publicação do registo, pela entidade oferente, na CMVM dita a eficácia da aquisição²⁵⁰.

Os efeitos jurídicos imediatos são: a inevitável perda de qualidade de sociedade aberta da sociedade visada pela OPA e *a exclusão da negociação em mercado regulamentado das acções da sociedade e dos valores mobiliários que a elas dão direito, ficando vedada a readmissão durante um ano* (art. 195.º, n.º 4).

Em suma, o oferente²⁵¹ – acionista dominante – que preencha os requisitos de constituição e exercício do direito de aquisição potestativa mobiliário torna-se sócio único da sociedade visada.

13. A (des) proteção dos sócios minoritários

13.1 Perda de qualidade de sociedade aberta fruto de OPA antecedente e as consequências para os minoritários

Antes de iniciarmos a análise do atual regime jurídico aplicável a situações de perda de qualidade de sociedade aberta em consequência de uma oferta pública de aquisição, impõe-se relembrar (de forma sucinta) aquilo que já foi mencionado.

Identificámos e analisámos (no ponto 11) dois períodos legislativos que antecederam o atual regime em vigor: o primeiro momento balizado temporalmente entre os anos de 1995 e 1999 e um segundo iniciando-se em 1999 (com a entrada em vigor do “novo” Código dos Valores Mobiliários) e terminando em 2006. Recuemos.

O CódMVM previa, no art. 531.º- A, que determinada sociedade anónima podia perder a sua qualidade de subscrição pública, em consequência de um processo de oferta pública de aquisição, quando cumulativamente preenchesse os seguintes requisitos: 1) - o oferente passe a deter uma percentagem superior a 90% dos valores mobiliários objeto da

²⁵⁰ Conforme refere o art. 195.º, n.º 1.

²⁵¹ Repare-se que, diversamente do consagrado no art. 490.º, a entidade oferente não tem que ser necessariamente uma pessoa jurídica.

oferta; 2) - compromisso de aquisição das ações cujos titulares não tenham aceite a proposta de aquisição, no prazo de três meses. Na verdade, tratava-se de uma obrigação legal sob a capa de “compromisso” a honrar por parte do acionista que tenha lançado a OPA ou ainda, caso as disposições legais e estatutárias permitissem, por parte da própria sociedade.

Posteriormente, o CVM consagra no art. 27.º, n.º 1, al. a) o regime da perda de qualidade de sociedade em consequência de OPA, alterando (profundamente) a redação do anterior. A dupla condição exigida em 1995 desapareceu, sendo apenas necessário perante este novo Código que o acionista *passse 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*.

Apesar de a posição jurídica (e social) dos sócios minoritários se encontrar mais vulnerável quando comparada com o regime anterior, estes continuavam a possuir “*um direito de saída*” após o processo de uma OPA. Concretizando, apesar de não se enquadrar sistematicamente no artigo da perda de qualidade de sociedade aberta, os acionistas que após o resultado da OPA pretendessem abandonar a sociedade podiam acionar o mecanismo legal presente no art. 196.º do CVM²⁵². Em suma, parece-nos que o legislador eliminou o segundo requisito anteriormente exigido uma vez que consagrou um direito potestativo de alienação para os sócios “remanescentes”. É de salientar que à data verificava-se uma harmonia no que diz respeito aos requisitos legalmente exigidos quanto aos institutos da perda de qualidade de sociedade aberta e de alienação potestativa, o que garantia aos sócios minoritários o exercício do seu direito sem quaisquer outros condicionalismos legais.

Dando continuidade à análise tripartida da evolução legislativa do mencionado regime jurídico, observemos o terceiro (e último) momento.

A Diretiva 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004, referente às ofertas públicas de aquisição, marca o início de um novo ciclo que se mantém atualmente. A “Diretiva das OPA”²⁵³ foi transposta para o nosso ordenamento jurídico por via do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de novembro. Nesta senda, impõe-se perguntar quais as alterações que se verificaram após a transposição desta Diretiva.

²⁵² «Se o direito de aquisição potestativa não for exercido tempestivamente, pode cada um dos titulares das ações remanescentes dirigir por escrito ao sócio dominante convite para que, no prazo de 30 dias, lhe faça proposta de aquisição das suas ações.».

²⁵³ Como é conhecida e, muitas vezes, designada.

Tal disposição normativa comunitária veio aditar uma condição para o exercício do direito potestativo de aquisição, e consequentemente do direito potestativo de alienação. Ora, a partir de 2006 a entidade oferente para além de ter que deter mais de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, tem, agora, obrigatoriamente de deter 90% dos direitos abrangidos pela oferta para conseguir exercer o seu direito de adquirir as ações dos “restantes” acionistas.

Vejamos, no ponto seguinte, quais as consequências práticas deste (duplo) requisito.

13.2 Explicação do problema e possível reinterpretação do artigo

Chegados aqui, importa analisar e compreender quais as consequências jurídicas da transposição dos arts. 15.º e 16.º da Diretiva das OPA (epigrafados “aquisição potestativa” e “alienação potestativa”, respetivamente) no ordenamento jus-mobiliário português.

Antes de analisarmos os referidos artigos da Diretiva, atente-se na redação do art. 194.º, n.º 1 do CVM **antes** da transposição da mencionada Diretiva: *«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.»*²⁵⁴.

Ora, os pressupostos de constituição do direito potestativo de aquisição eram exatamente iguais às condições legalmente exigidas para que determinada entidade oferente pudesse dar início ao processo de perda de qualidade de sociedade aberta. De forma simplista, figurava-se bastante, para ambos os casos, que a entidade oferente detivesse, direta ou indiretamente, 90% dos direitos de voto.

Contudo, a transposição da Diretiva, mais concretamente dos seus arts. 15.º e 16.º, acarretou alterações não só na redação, como, naturalmente, na própria aplicação do regime consagrado nos arts. 194.º e 196.º, através consagração do referido requisito adicional.

²⁵⁴ Sublinhado e negrito nossos.

Qualquer entidade oferente que pretendesse exercer (legitimamente) o seu direito potestativo de aquisição teria de preencher cumulativamente duas condições, a saber: 1) - *detenção, em consequência da OPA, de mais de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social; 2) - (e “**agora**”) 90% dos direitos de votos abrangidos pela oferta.*

O mesmo se aplica, como já aqui referido, quanto ao exercício do direito potestativo de alienação pertencente aos sócios minoritários, uma vez que este é exercido nas exatas circunstâncias do art. 194.^{o255}.

Vejamos, atentamente, a letra do n.º 2 do art. 15.º: «*os Estados-Membros asseguram que o oferente possa exigir que todos os titulares dos valores mobiliários remanescentes lhe transmitam esses valores mobiliários (...). Os Estados-Membros devem estabelecer este direito em uma das situações seguintes: a) O oferente detenha valores mobiliários que representem pelo menos 90 % do capital com direito de voto e 90 % dos direitos de voto da sociedade visada; ou b) O oferente tenha adquirido ou celebrado um contrato firme para adquirir, na sequência da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90 % do capital da sociedade visada com direito de voto e 90 % dos direitos de voto abrangidos pela oferta.*»²⁵⁶.

Analisando e sintetizando, consideramos que o legislador comunitário não impôs aos Estados-Membros as condições que teriam de se verificar para que a entidade oferente (e os sócios minoritários, no que concerne ao direito potestativo de alienação) exercesse tal direito, tendo, ao invés, apresentado duas alternativas (“a) **ou** b)”) para que cada Estado-Membro escolhesse a que mais lhe aprouver.

Ora, após leitura conjugada e comparativa da Diretiva com os mencionados artigos do CVM será que o nosso legislador mobiliário adotou o comportamento pretendido aos olhos do legislador comunitário? Desde logo, consideramos que os Estados-Membros tinham de fazer uma escolha, isto é, optar entre duas hipóteses – transpôr a al. a) ou a al. b) –, tal como indicava a letra da disposição comunitária. Todavia, julgamos que, o legislador português em vez de ter efetuado uma escolha entre a alínea a) e b), consagrou no art. 194.º do CVM a primeira parte da al. a) – *o oferente detenha valores mobiliários que representem*

²⁵⁵ Refere o art. 16.º, n.º 2 da Diretiva que «*os Estados-Membros asseguram que qualquer titular dos valores mobiliários remanescentes possa exigir que o oferente proceda à aquisição dos seus valores mobiliários com base num preço justo, nas mesmas circunstâncias previstas no n.º 2 do artigo 15.º.*».

²⁵⁶ Negrito e sublinhado nossos.

*pelo menos 90% do capital com direito de voto – e a segunda parte da al. b) – 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta*²⁵⁷. O legislador português transpôs corretamente o art. 15.º da Diretiva? Tal atitude encontrará fundamento naquela disposição normativa? Vejamos.

Segundo a letra das als. a) e b) do n.º 2 do art. 3.º da Diretiva para efeitos da observância dos princípios consagrados no número anterior, os Estados-Membros podem estabelecer condições adicionais e disposições mais restritivas do que as exigidas pela própria Diretiva, isto é, a norma comunitária apresenta apenas os requisitos mínimos quanto à regulamentação das ofertas. Ora, um dos princípios previstos no n.º 1 do referido artigo, mais concretamente na al. a), é o princípio da igualdade: *«todos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria devem beneficiar de um tratamento equivalente; além disso, nos casos em que uma pessoa adquira o controlo de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos»*.

Posto isto, questiona-se: o legislador quis proteger os sócios minoritários? Ou será que tal condição adicional se afasta do escopo da Diretiva? Que tipo de impacto poderá, tal atitude, ter na esfera jurídica dos sócios minoritários?

Analisemos, então, o exemplo *infra* para percebermos melhor.

Imaginemos que Y é Acionista da Sociedade Z e detém 50% dos direitos de voto correspondentes ao capital social daquela. Após o lançamento de uma OPA geral passa a ser titular de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social.

Será que segunda condição legal se encontra preenchida? A percentagem de *90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta foi alcançada*? Não, a entidade oferente alcançou somente 80% dos direitos de voto abrangidos pela OPA, e não os requeridos 90%²⁵⁸.

Se interpretarmos este caso sob o ponto de vista da versão inicial do art. 194.º do CSC percebemos que os requisitos se encontram preenchidos e portanto tal cenário abre as portas ao exercício do direito de alienação potestativa. Os sócios minoritários conseguiriam

²⁵⁷ Da mesma opinião, CORDEIRO, A. Barreto Menezes, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, (...), p. 348.

²⁵⁸ *Ibidem*, p. 348.

alienar as suas ações à entidade oferente, uma vez que, previamente, a OPA cumpriu o requisito.

Contudo, à luz da “nova” redação, desde 2006, o Acionista Y não pode exercer o direito potestativo de aquisição e conseqüentemente os sócios minoritários não podem exercer o seu direito potestativo de alienação, uma vez que a lei exige que o oferente atinja 90% dos direitos de voto abrangidos pela proposta e tal não se sucedeu. Caso contrário, isto é, caso o Acionista Y atingisse os, necessários, 90% dos direitos de voto da totalidade das ações e de outros valores mobiliários remanescentes o direito de alienação potestativa podia ser exercido pelos sócios minoritários.

Como referido, o art. 194.º do CVM impõe que a OPA seja geral – tal significa que a proposta lançada pelo oferente deve incidir *sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade* – e que, na sequência daquele lançamento, o oferente atinja ou ultrapasse 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta. Afirmar que determinada entidade oferente atingiu a mencionada percentagem é o mesmo que dizer: x acionistas remanescentes titulares de ações ou outros valores mobiliários que no seu conjunto representam somente 10% dos direitos de voto não aceitaram a “proposta”. De um outro prisma, se x acionistas remanescentes titulares de ações ou outros valores mobiliários que no seu conjunto representem mais de 10% dos direitos de voto (por exemplo, 20%) não aceitassem a OPA tal representa que o oferente não atingiu os 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta e que aqueles acionistas minoritários não podem exercer o seu direito potestativo. Cabe agora refletir sobre estes dados. Porque razão é que uma minoria que represente 10% dos direitos de voto abrangidos pela oferta pode, caso deseje, alienar as suas ações e outros valores mobiliários nos termos do art. 196.º do CVM e uma minoria que represente uma percentagem mais expressiva do que aquela se encontra impedida de o fazer? Se a OPA não obteve o sucesso “exigido” nos termos do art. 194.º do CVM, pelo facto de o oferente não ter adquirido 90% dos votos por ela abrangidos, os sócios minoritários remanescentes ficam vedados de exercer aquele “direito de saída”²⁵⁹. Podemos concluir que extraímos um argumento de maioria de razão²⁶⁰. Questiona-se: fará sentido que o legislador mobiliário vede a uma “minoria mais expressiva”, em termos de percentagem de direitos de voto, do que aquela que é exigida legalmente, o exercício daquele “direito de saída” quando

²⁵⁹ FRADA, Manuel A. Carneiro da, / GONÇALVES, Diogo Costa, “Perda da Qualidade de Sociedade Aberta (*Delisting* de Ações) e Tutela dos Acionistas Minoritários”, (...), p. 41.

²⁶⁰ *Ibidem*, p. 41.

não tenham aceite a referida OPA²⁶¹? Por que razão é que o legislador consagrou tal requisito adicional?

Antes de respondermos a estas questões, cabe, primeiramente, esboçar de forma mais detalhada tal problema.

Quando determinada pessoa jurídica ou singular lança uma OPA os acionistas da sociedade visada não têm qualquer obrigação de aceitá-la. Como o próprio nome indica trata-se de uma oferta, isto é, de uma proposta de aquisição e cabe aos sócios vender ou não os seus valores mobiliários. A não aceitação pode, naturalmente, encontrar as mais diversas justificações, como por exemplo: não corresponde à sua vontade alienar as suas ações naquele momento; o acionista está convicto que os restantes não irão aceitar a proposta e como tal não será bem-sucedida; o valor pecuniário oferecido como contrapartida não lhe aprovem, entre outros. Mas, mais importante que a justificação, importa-nos o significado daquele ato. A não aceitação significa que a vontade do acionista, naquele momento, é a sua permanência na sociedade²⁶².

Como vimos, caso a entidade oferente atinja na sequência do lançamento de oferta pública de aquisição mais de 90% dos direitos de voto pode requerer a perda de qualidade de sociedade aberta. Todavia, a entidade oferente pode, antes, optar por mantê-la aberta ao investimento do público (situação que, particularmente, nos importa).

Posto isto, após o sucesso da OPA e tendo em conta este cenário – manutenção da sua qualidade de aberta – que opções apresenta a nossa lei aos sócios minoritários remanescentes?

Tendo em conta que a sociedade permanece aberta, apenas podemos mobilizar o CVM para apresentar uma solução para tal questão.

Ora, nos casos em que a OPA é geral e cumpre os requisitos consagrados no art. 194.º, os titulares das ações remanescentes podem exercer o seu direito de alienação potestativa. Ou seja, neste caso a lei mobiliária apresenta-lhes um “direito de saída” da sociedade.

E nos casos em que o requisito “adicional” não se encontra preenchido? Não se encontrando preenchida a condição legal adicionada em 2006 parece-nos que a nossa lei não

²⁶¹ FRADA, Manuel A. Carneiro da, / GONÇALVES, Diogo Costa, “Perda da Qualidade de Sociedade Aberta (*Delisting* de Ações) e Tutela dos Acionistas Minoritários”, (...), p. 41.

²⁶² BOTELHO, Gustavo de Sousa, O Direito de Exoneração do Acionista Minoritário- A saída da sociedade cotada após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas, (...), p. 27.

oferece qualquer solução que tutele os sócios minoritários remanescentes. Não se encontrando tipificada qualquer tipo de oportunidade de abandonarem a sociedade, após tomarem conhecimento do resultado da OPA, de forma livre e em condições previamente definidas e justas, à semelhança de outros acionistas. Por um lado, estes acionistas são Homens livres, isto é, podem encontrar outras alternativas, como por exemplo, alienarem as suas ações no mercado de capitais, para abandonarem a sociedade. Contudo, são menos “ricos” e, de certo modo, e aos olhos da lei “presos” nas suas próprias ações pois, por um lado, são titulares de uma percentagem de direitos de voto reduzida e tendo em conta a situação de controlo em que a sociedade se encontra, dificilmente conseguem alienar os seus valores mobiliários em circunstâncias idênticas aos “seus semelhantes”; por outro, a lei não oferece qualquer solução jurídica, ao contrário do que resultava da aplicação conjugada das versões anteriores daqueles artigos, como referido anteriormente.

Naturalmente que um contra-argumento poderá ser que o facto de aqueles acionistas gozarem, previamente, de uma hipótese para abandonarem a sociedade – aceitar a OPA. Contudo, como vimos, para além de não se encontrarem obrigados a fazê-lo, o sucesso da OPA depende única e exclusivamente da manifestação de vontade em sentido favorável dos acionistas minoritários. Não entendemos porque razão é que a lei tutela os acionistas minoritários em situações semelhantes e nesta ocasião não o faz, ao contrário do que se registou em períodos anteriores, nos quais a lei tutelava os mais vulneráveis que se encontravam nestas condições, até 2006.

Veja-se o art. 27.º, n.º 3 do CVM. O legislador confere aos acionistas que não votaram ou votaram contra o fecho das portas da sociedade ao investimento do público a oportunidade de saírem da sociedade sob certas condições legais, nomeadamente garantindo-lhes que a sua contrapartida é calculada nos termos do art. 188.º do CVM²⁶³. Repare-se que tal como estes últimos, os sócios minoritários também não aceitaram uma “proposta” e confrontados com um cenário pós OPA bem-sucedida e manutenção da qualidade de aberta, caso não se encontrem preenchidos os dois requisitos que

²⁶³ «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.»

“desbloqueiam” o exercício do seu direito potestativo de alienação²⁶⁴, não lhes é dada uma oportunidade de abandonarem a sociedade que garanta justiça e igualdade. A deliberação referida no art. 27.º, n.º 1, al. b) significa que a sociedade, caso assim a grande parte dos acionistas o desejem, irá fechar portas ao investimento do público. Ora, quando determinada entidade oferente atinja os referidos 90% de direitos de voto um dos possíveis cenários pode ser exatamente, como supramencionado, a perda de qualidade de aberta. Os acionistas mais vulneráveis, os minoritários, encontram-se em cenários bastante semelhantes. Não se observam em ambas as situações conflitos de interesses suficientemente diversos, isto é, situações e dados radicalmente diferentes que justifiquem tal tratamento (profundamente) desigual. Estaremos perante um cenário de contradição de valores? É de notar que em períodos legislativos anteriores a lei mobiliária mobilizava uma solução única para ambos os casos – obrigando a entidade oferente a garantir a aquisição das ações remanescentes. Existe um tratamento profundamente desigual quando efetuamos uma análise comparativa entre a posição jurídica dos sócios minoritários que não aceitaram a oferta e a dos acionistas remanescentes que não votaram ou que votaram contra a deliberação de perda de qualidade de sociedade aberta.

Mais, cabe recordar que na transição do primeiro para o segundo momento da evolução legislativa afirmámos que o legislador mobiliário eliminou o requisito que obrigava o oferente a adquirir as ações dos acionistas remanescentes que não tivessem aceite a proposta, uma vez que tinha consagrado no art. 196.º o direitos de alienação potestativa. Ou seja, perante o cenário de não aceitação da proposta e manutenção de perda de qualidade, a lei garantia um “direito de saída” aos minoritários. Contudo, a transposição da referida diretiva veio alterar tal solução e tornar o exercício daquele direito potestativo mais penoso e por vezes até impossível. Como demonstrado, o exercício daquele direito pode, em determinados casos, não ser uma realidade.

Tomando em consideração tudo aquilo que foi dito entendemos que a solução atual não se afigura uma boa solução, uma solução justa. Equacionemos algumas hipóteses.

Será que uma via de solução deste problema passa pela aplicação analógica do art. 27.º, n.º 3 ao nosso caso? Não obstante o enunciado normativo do art. 196.º do CVM e de uma leitura e interpretação literal do art. 194.º não nos encaminhamos para qualquer resposta

²⁶⁴ Requisitos esses que em nada dependem dos minoritários, pelo menos diretamente.

para estes casos poderíamos, se atentarmos na informação supramencionada e nos elementos histórico e teleológico, ser a favor da aplicação analógica da mencionada norma de modo a sanar a referida situação omissa. A analogia é, como sabemos, um método de integração de casos omissos, isto é, de situações juridicamente relevantes que não encontram solução na lei. Não ignorando o facto de que as questões e os valores em causa não se afiguram assim tão diversos que justifiquem a inexistência de uma solução idêntica, parece-nos que não existem elementos suficientes para adotar tal solução. Apesar de no passado a lei ter consagrado uma solução única para ambas as situações e da alteração desse cenário ter sido justificado pela consagração de outro meio de proteção dos sócios minoritários, admitimos que talvez não haja força suficiente nesta (aparente) solução.

Mais do que a aplicação de um critério jurídico de integração de lacunas, talvez a solução passe pela atuação da CMVM. Veja-se. Atendendo à sua missão de supervisão e regulação dos mercados de instrumentos financeiros, assim como dos agentes que neles atuam, a CMVM é sinónimo de proteção dos acionistas-investidores e de garantia do regular funcionamento dos mercados e como tal devia ter um papel ativo e fundamental neste casos específicos. Tendo em conta a *ratio* do art. 196.º do CVM a CMVM devia intervir tutelarmente a favor dos sócios minoritários aquando do exercício da sua tarefa de verificação de preenchimento dos pressupostos (de lançamento de OPA e do processo de perda de qualidade de sociedade aberta requerida pelo oferente) sempre que observe que os sócios minoritários se encontram numa posição (ainda mais) vulnerável e que perante tais circunstâncias não lhes vai ser possível exercer qualquer “direito de saída”. A CMVM tem a obrigação, inerente às suas funções e objetivos, de garantir neste tipo de processos que irá ser oferecida (à semelhança do que antes se verificava, do que atualmente acontece no n.º 3 do art. 27.º e nos casos em que os pressupostos se encontram preenchidos) uma oportunidade de os sócios minoritários alienarem as suas ações por um valor justo e mediante um processo equitativo que garanta a supervisão e regulação por parte da mesma. Contudo, impõe-se perguntar: terá a CMVM legitimidade para exigir à entidade oferente condições que este não tem, aos olhos da lei, obrigação de cumprir?

Será que a solução para este caso passaria pela consagração de uma percentagem não tão elevada? Por outras palavras, será que a dupla condição imposta pelo nosso

legislador mobiliário, em especial, o segundo requisito – percentagem de direitos de voto abrangidos pela oferta – tivesse uma percentagem menos elevada o problema não existia?

Pois bem, talvez solucionasse a falta de critério jurídico existente no nosso ordenamento, contudo não podemos olhar para os arts. 194.º e 196.º de uma perspetiva unidimensional, ou seja, somente sob o prisma dos minoritários. É verdade que o art. 194.º fornece os requisitos necessários cuja verificação “desbloqueia” o exercício do direito potestativo de alienação contudo, como referido não podemos perspetivar unilateralmente o problema que temos em mãos. Pois, a verdade é que observando numa perspetiva ambivalente chegamos à conclusão de que o direito potestativo de aquisição se forma antes, na esfera jurídica do oferente, do que o direito potestativo de alienação. O preenchimento daquele duplo requisito “desbloqueia” primeiramente o direito potestativo de aquisição na esfera jurídica da entidade oferente, o que significa que na verdade este pode adquirir as ações dos minoritários antes de eles terem a oportunidade de as alienarem.

Obviamente que visto de uma outra perspetiva – sócio maioritário/ entidade oferente – pretendeu-se tipificar um regime jurídico mais exigente e rigoroso no que concerne ao exercício do direito potestativo de aquisição. De facto, se observarmos tal alteração legislativa deste prisma somos levados a acreditar que se trata de uma medida que tutela a posição jurídica dos mais vulneráveis, os sócios minoritários. A lei ao exigir adicional e cumulativamente tais condições torna o exercício do direito de aquisição das participações sociais dos minoritários mais difícil e exigente, o que protege em primeira linha os mais vulneráveis.

Contudo, o legislador não pode (ou melhor, não devia) esquecer que na mesma medida em que tornou o regime mais protetor dos sócios minoritários, dificultou o acesso a uma porta que lhes permitia a saída da sociedade, com a edificação de (mais) um obstáculo que tem de ser ultrapassado e que, infelizmente, em nada depende da sua ação. A solução apresentada atualmente pode simultaneamente beneficiar e prejudicar a posição jurídica dos minoritários.

Será que a solução encontrada pelo legislador para a defesa dos minoritários fortalece ou prejudica a sua situação? Como vimos, para além do facto de a mesma medida consagrar pressupostos de constituição de direitos potestativos cujos interesses inerentes são

evidentemente divergentes, a entidade oferente, caso deseje adquirir os valores mobiliários remanescentes fá-lo-á antes de os minoritários lhe apresentarem uma proposta.

Defendemos que a consagração daquele requisito adicional veio, de forma clara e evidente, quebrar a harmonia que se verificava entre os pressupostos do instituto da perda de qualidade de sociedade aberta, consagrados no art. 27.º do CVM, e as condições legalmente exigidas para que os minoritários pudessem exercer o seu direito potestativo de alienação²⁶⁵.

²⁶⁵ FERREIRA, Juliano, op. cit. p. 244.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Propusemo-nos, com a realização deste estudo, analisar e compreender quais as alternativas que as nossas leis (mobiliária e societária) apresentavam tanto à entidade oferente (pessoa jurídica ou pessoa singular) como aos acionistas, em especial os minoritários, após o lançamento de uma oferta pública de aquisição bem-sucedida.

Ora, aqui chegados, analisadas as questões e expostas as opiniões sobre as temáticas mais fraturantes do tema cabe-nos tecer algumas considerações finais.

Apesar de o lançamento de uma proposta de aquisição de valores mobiliários poder significar a obtenção do controlo da sociedade visada, tal não significa que o destino desta e que o interesse do oferente seja, em todos os casos, fechar as portas da sociedade ao investimento do público. Foi exatamente nestes casos que a nossa investigação se debruçou e que concluímos que existe défice de proteção da posição jurídica e da situação social dos acionistas mais vulneráveis, os minoritários.

Numa linha, a evolução legislativa do cenário pós processo de OPA para os sócios remanescentes minoritários ficou marcada até ao ano de 2006 por uma evidente preocupação e vertente protecionista para com os mais desprotegidos. Obviamente que nos dois períodos que antecederam a transposição da Diretiva das OPA o legislador tomou medidas protecionistas díspares, contudo o fim era, quer num, quer noutro caso, alcançado: atribuição de um direito de saída da sociedade. Aqui chegados percebemos que a transposição da Diretiva para o nosso ordenamento prejudicou e vulnerabilizou, ainda mais, a posição dos minoritários. Transposição essa que, apesar de não configurar a raiz do nosso problema, coloca sérias dúvidas e questões quanto a uma (possível) incorreta leitura por parte do legislador mobiliário nacional dos artigos 15.º e 16.º. Apesar de, como mencionado no texto *supra*, tal documento europeu permitir aos Estados-Membros a sua “livre” transposição, desde que cumprissem os requisitos mínimos consagrados, tais alterações tinham de respeitar ou encontrar fundamento nos princípios nela consagrados, como por exemplo, o da igualdade. Ora, os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria deviam beneficiar de um tratamento jurídico equivalente e tal não acontece quando os pressupostos não se encontram preenchidos.

Apesar de ao longo de toda a investigação o nosso foco ter sido os casos em que a oferta pública de aquisição é geral, não podemos ignorar que determinada pessoa jurídica ou singular pode lançar uma oferta pública de aquisição parcial, pois o artigo 27.º do CVM não impede tal conduta. Nestes casos, se a oferta dirigida aos acionistas de determinada sociedade for parcial e caso a entidade oferente pretender o fecho da sociedade, os acionistas minoritários que não tenham aceite a oferta podem alienar as suas ações ao abrigo do art. 490.º do CSC. Apenas não o poderão efetuar caso a entidade oferente seja uma pessoa singular e não jurídica, tal como a lei exige. Contudo, notar que a proteção dos sócios minoritários nos termos da lei societária não é igual ao CVM que apresenta uma vertente mais protetora. Nas situações em que a entidade oferente pretende o fecho da sociedade, mas não é uma pessoa jurídica ou nos casos em que não pretende o fecho da sociedade os acionistas minoritários não são tutelados.

Posto isto, concluímos que existe tanto no direito nacional mobiliário, como no direito europeu falhas (graves) no que diz respeito à tutela dos acionistas minoritários quando confrontados com um processo de transferência de controlo, com um processo de OPA. Verifica-se a existência de diversos regimes que originam um tratamento desigual para situações jurídicas semelhantes e como tal, a menos que exista algum tipo de alteração legislativa, o caminho das desigualdades e da desproteção dos minoritários atenuado caso a CMVM, enquanto entidade reguladora, tenha em todos os processos uma atitude de tutela e preocupação com os sócios minoritários²⁶⁶ e com a verificação da existência de um “direito de saída”.

²⁶⁶ Atitude semelhante àquela que demonstrou no caso da OPA lançada pela EDP – Energias de Portugal, S.A sobre a EDP Renováveis, S.A. Disponível em: <https://web3.cvm.pt/sdi/emitentes/docs/fsd318184.pdf>.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, Jorge M. Coutinho de, “A Proteção dos Sócios Minoritários no CSC: Ganhos e Défices”, in Congresso Comemorativo dos 30 anos do Código das Sociedades Comerciais, Almedina, 2017, pp. 109-116.

_____, “Retalhos (jurídicos) sem cosedura”, in Direito das Sociedades em Revista, Outubro 2019, Ano 11, Vol. 22, pp. 13- 31.

_____, Curso de Direito Comercial- Volume II, 7.^a Edição, Almedina, 2021.

_____, / MARTINS, Alexandre Soveral, Grupos de Sociedades. Aquisições Tendentes ao Domínio Total, Almedina, 2003.

_____, / MARTINS, Alexandre de Soveral, “Artigo 490.º”, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, coord. Jorge M. Coutinho de Abreu, Volume VII, 2.^a Edição, Almedina, 2021, pp. 139- 188.

AGUIAR, Conceição, “Sobre a Perda da Qualidade de Sociedade Aberta”, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Número 30, Agosto 2008, pp. 79-90.

ALMEIDA, António Pereira de, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados- Volume 1, 7.^a Edição, Coimbra Editora, 2013.

_____, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados- Volume 2, 7.^a Edição, Coimbra Editora, 2013.

_____, “Sociedades Abertas”, in Direito dos Valores Mobiliários, Volume VI, Coimbra Editora, 2006, pp. 9-49.

_____, “O direito de exoneração dos sócios”, in Revista de Direito Comercial, 2018, pp. 919-938. Disponível em:

<https://www.revistadedireitocomercial.com/o-direito-de-exoneracao-dos-socios>

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, Volume II, Coimbra Editora, 2007, pp. 204-253.

_____, “A Aquisição Tendente ao Domínio Total no direito Societário e no Direito dos Valores Mobiliários”, in Aquisição de Empresas, Coimbra Editora, 2011, pp. 313-369.

ANTUNES, José Engrácia, “A igualdade de Tratamento dos acionistas na OPA”, in Direito das Sociedades em Revista, Março 2010, Ano 2, Vol. 3, pp. 87- 111.

_____, Os Grupos de Sociedades – Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária, 2ª Edição, Almedina, 2002.

_____, “O Artigo 490.º do CSC e a Lei Fundamental- “Propriedade Corporativa”, Propriedade Privada, Igualdade de Tratamento”, in Estudos em Comemoração dos Cinco Anos (1995-2000) da Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Coimbra Editora, 2001, pp. 147-276.

BERTÁN, Luis de Carlos, / GARCÍA-VILLARRUBIA, Manuel, “La intervención de los accionistas em el procedimiento de autorización de OPAs de exclusión. Comentario de la Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de mayo de 2005”, in Revista de Derecho Mercantil, n.º 258, 2005. Disponível em: https://www.uria.com/documentos/publicaciones/1507/documento/020opas06.pdf?id=1902_es

BOTELHO, Gustavo de Sousa, O Direito de Exoneração do Acionista Minoritário- A saída da sociedade cotada após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas, Almedina, 2014.

CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 4.^a Edição, Almedina, 2018.
_____, “As operações de Saída do Mercado”, in Miscelâneas n.º 2- Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho, Almedina, 2004.

CARVALHO, Maria Miguel, “Aquisição tendente ao domínio total”, in Congresso Comemorativo dos 30 anos do Código das Sociedades Comerciais, Almedina, 2017, pp. 205-230.

CORDEIRO, A. Barreto Menezes, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 2.^a Edição, Almedina, 2018.

_____, “A Lei das Sociedade Anonymas de 22 de junho de 1867: século e meio de progresso”, in Revista da Ordem dos Advogados Ano 77, Vol. I/ II, 2017, pp. 13-30.

COSTA, Ricardo, O Sócio Gestor. A Administração da Sociedade PME e o Sócio Gestor. Sócios como Administradores de Facto das “Suas” Sociedades, Almedina, 2017.

COUTO, Ana Sá, “Breve Comentário à Transposição da Diretiva das OPA”, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Número 1, Volume 25, 2006.

DIAS, Rui Manuel Pinto Soares Pereira, Responsabilidade por Exercício de Influência sobre a Administração de Sociedades Anónimas - Uma análise de Direito Material e Direito de Conflitos, Almedina, 2007.

DUARTE, Rui Pinto, “Constitucionalidade da Aquisição Potestativa de Ações Tendente ao Domínio Total- Anotação ao Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 491/02”, in *Jurisprudência Constitucional*, n. º1, 2004, pp. 43-49.

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 *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV, Número 2, Almedina, 2017, pp. 219- 254.

FRADA, Manuel A. Carneiro da, / GONÇALVES, Diogo Costa, “Perda da Qualidade de Sociedade Aberta (*Delisting* de Ações) e Tutela dos Acionistas Minoritários”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Número 51, Vol. I, Agosto 2015, pp. 23- 44.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, / DOTTO, Bruno Di, “Tradução de *Ist der kleinaktionär kein Aktionär*, de Herbert Wiedemann”, in *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, Almedina Brasil, 2016, pp. 183-214;

GOMES, José Ferreira, / GONÇALVES, Diogo Costa, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas- Volume I*, 1.ª Edição, AAFDL EDITORA.

MARTINS, Alexandre Soveral, *Títulos de Crédito e Valores Mobiliários, Parte II- Valores Mobiliários, Volume I- As Ações*, 1.ª Edição, Almedina, 2018.

_____, “Transmissão de ações: entre o direito das sociedades e o direito do mercado de capitais”, in *Congresso Comemorativo dos 30 anos do Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2017, pp. 137-157.

MENDES, Evaristo, “Aquisições potestativas no artigo 490.º do CSC após a Reforma de 2006 e procedimento justo”, in V Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, 2018, pp. 343- 400.

MONTEIRO, António Pinto / PINTO, Paulo Mota, Teoria Geral do Direito Civil, 4.ª Edição, Coimbra Editora, 2012.

NASCIMENTO, Ana Rita, “Direitos dos sócios na aquisição tendente ao domínio total: pressupostos e concretização” in Revista de Direito das Sociedades, Ano III, Número 4, 2011, pp. 985- 1025.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, Manual de Grupos de Sociedades, 1.ª Edição, Almedina, 2018.

_____, Manual de Governo das Sociedades, 1.ª Edição, Almedina, 2018.

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, Volume IV, 2008, pp. 923- 968.

PESSOA, Diogo, “A aquisição potestativa societária- Algumas considerações adicionais sobre a aquisição tendente ao domínio total no Código das Sociedades Comerciais”, in Direito das Sociedades em Revista, Outubro 2019, Ano 11, Vol. 22, pp. 217- 254.

PIMENTEL, José Menéres, “O Art. 490.º, n.º3, do Código das Sociedades Comerciais será Inconstitucional?”, in Estudos em Homenagem a Cunha Rodrigues- Volume II, Coimbra Editora, 2001, pp. 515- 526.

PINTO, Rita Oliveira, A extinção do estatuto da sociedade aberta, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários, Almedina, 2021, pp. 263-277.

RAMOS, Filipa Jorge, / MARTINS, José Pedro Fazenda, / PEREIRA, Maria Rebelo, / ROCHA, Rafaela, “Efeitos da Aquisição Potestativa nos Ónus ou Encargos e no Bloqueio de Ações”, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Número 1, Volume 12, 2001, pp. 89- 104.

RESENDE, João MattaMouros, A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, N.º 26, Abril 2007, pp. 59-69.

SANCHÉZ, Antonio Roncero, “La compra y venta forzosas de acciones (*sell out y squeeze out*)”, in Revista de Derecho de Sociedades, N.º 33, 2009, pp. 45-75.

SANTOS, Hugo Luz dos, “A perda de 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 paragem em Macau e em Hong Kong)”, in Revista de Direito das Sociedades, Ano VIII, Número 4, Almedina, 2016, pp. 893- 929.

SANTOS, Hugo Moredo, “Aquisição Tendente ao Domínio Total de Sociedades Abertas”, in *Direito dos Valores Mobiliários- Volume VII*, Coimbra Editora, 2007, pp. 275- 402.

SILVA, Paula Costa e, “Sociedade Aberta, Domínio e Influência Dominante”, in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, Vol. XLVIII, Números 1 e 2, 2007, pp. 39-66.

_____, A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição, *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, 2007, pp. 243-282.

_____, “O domínio da sociedade aberta e seus efeitos”, in *Direito dos Valores Mobiliários, Volume V*, 2004, pp. 325-342.

_____, / 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 *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Número 51, Vol. I, Agosto 2015, pp. 45- 80.

THOMSEN, Steen, / VINTEN, Frederik, “Delistings in Europe and the Costs of Governance”, Center of Corporate Governance Copenhagen Business School, 2007.
Disponível em:

<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=9650891160251020640210231261060100700050320320020400490230731150780850110760800890951170620011191140230420170050001191011120280510340830920701071270900190040240620180840050240930740791190660210710051141201100950>

TRIUNFANTE, Armando, “Abuso de Minoria do Direito de Voto nas Deliberações Sociais”, in *Congresso Comemorativo dos 30 anos do Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2017, pp. 267- 283.

VASCONCELOS, Pedro Pais de, A Participação Social nas Sociedades Comerciais, 2.^a Edição, Almedina, 2014.

_____, “Concertação de acionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, in Direito das Sociedades em Revista, Março 2010, Ano 2, Vol.3, pp. 11- 49.

VENTURA, Raúl, Ofertas públicas de aquisição e valores mobiliários, Separata da Faculdade de Direito de Lisboa, Lisboa, 1992.