



Aquisição potestativa *versus* alienação potestativa

António Pereira de Almeida

A **aquisição potestativa** é o instituto jurídico que, verificadas certas condições de maioria qualificada, faculta ao sócio dominante o direito de aquisição das participações sociais dos sócios minoritários, mediante uma justa contrapartida (*squeeze-out*).

A **alienação potestativa**, por seu lado, faculta aos sócios minoritários a saída da sociedade visada, recebendo a justa contrapartida, fazendo adquirir as respectivas participações sociais pelo sócio dominante que não tenha exercido o direito de aquisição potestativa, nos termos legais.

De acordo com o regime português vigente, verificados os respectivos pressupostos, quer a aquisição, quer a alienação, constituem “direitos potestativos”, porquanto, o sócio que exerça o seu direito coloca a contraparte numa situação de sujeição.

Os sujeitos activo e passivo são sócios ou accionistas da sociedade visada e não a própria sociedade, não dependendo de qualquer deliberação desta.

A aquisição potestativa e a alienação potestativa encontram-se associadas, quer no CSC, em sede de sociedades em relação de grupo (art.º 490.º/CSC), quer no CVM em sede de ofertas públicas (art.º 194.º e 196.º/CVM).



É a aquisição potestativa que pode desencadear (*trigger event*) a alienação potestativa, isto é, a aquisição potestativa é uma condição *sine qua non* da alienação potestativa.

Contudo, o regime é diferente consoante se trate de sociedades fechadas – por quotas ou acções - ou de sociedades abertas (art.º 13.º/CVM).

Em qualquer dos casos, uma primeira questão que se pode suscitar é a de saber se a aquisição potestativa apenas respeita a quotas ou acções da sociedade dominada, ou se deve ser extensível a outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição de acções, designadamente **obrigações convertíveis em acções** da sociedade dominada.

Quer os art.º 490.º/CSC, quer o art.º 194.º/CVM, apenas se referem a quotas ou acções.

Todavia, o art.º 368.º/CSC veda à sociedade emitente de obrigações convertíveis em acções, nomeadamente, a amortização de acções (n.º 1), bem como “*praticar qualquer outro acto que possa afectar os direitos dos obrigacionistas que venham a optar pela conversão desde que sejam assegurados direitos iguais aos dos accionistas*” (n.º 3).

Nesta conformidade, a sociedade dominante não poderá exercer a aquisição potestativa enquanto estas obrigações não atingirem a sua maturidade - podendo, até, acontecer que, com a conversão, se ultrapasse o limiar dos 10% das acções remanescentes - a menos que a aquisição potestativa também abranja as obrigações convertíveis.



1. Constituição do direito de aquisição potestativa

Nas **sociedades fechadas**, o direito da aquisição potestativa constitui-se logo que a sociedade dominante, por si ou conjuntamente com sociedades por ela dominadas (art.º 483.º, n.º 2/CSC) alcance quotas ou acções representativas de, pelo menos, 90% do capital social da sociedade visada¹, devendo comunicar o facto, a esta, no prazo de 30 dias (art.º 490.º, n.º 1/CSC).

Enquanto, nas **sociedades abertas**, a aquisição potestativa depende, para além do pressuposto do lançamento de uma OPA geral, da verificação de 2 condições cumulativas (art.º 194.º, n.º 1/CVM):

- a) *O oferente atinja ou ultrapasse, directamente, ou por imputação de direitos de voto (art.º 20.º n.º 1/CVM), 90 % dos direitos de voto correspondentes ao capital social; e*
- b) *90 % dos direitos de voto abrangidos pela oferta.*

Saliente-se que o que conta são os direitos de voto possíveis, descontando-se as acções próprias (art.º 324.º, n.º 1 al. a)/CSC), não contando as acções preferenciais sem voto (art.º 341.º/CSC) e atendendo-se às limitações estatutárias do direito de voto (art.º 384.º, n.º 2 al. b)/CSC), sem prejuízo do estabelecido no art.º 182.º-A, n.º 2/CVM.

Todavia, basta a verificação da primeira das referidas condições para a sociedade dominada poder **perder a qualidade de sociedade aberta** (art.º 27.º, n.º 1 al. a)/CVM), mediante requerimento à

¹ Em direito francês, a maioria necessária para a OPR é de 95% (Cfr. infra)



CMVM, pela sociedade ou pelo oferente (art.º 27.º, n.º 2/CVM), com a consequente exclusão da negociação em mercado regulamentado das acções da sociedade e dos valores mobiliários que dão direito à sua subscrição ou aquisição, ficando vedada a readmissão no prazo de um ano (*delisting*) (art.º 29.º, n.º 2/CVM).

Por outro lado, a **perda de qualidade de sociedade aberta** pode também resultar de uma **deliberação da assembleia geral** tomada por uma maioria não inferior a 90% do capital social, contanto que a sociedade *indique um accionista que se obrigue* (art.º 27.º, n.ºs 3 e 4/CVM):

- a) *a adquirir, no prazo de três meses após o deferimento pela CMVM, os valores mobiliários pertencentes, nessa data, às pessoas que não tenham votado favoravelmente alguma das deliberações em assembleia;*
- b) *mediante uma justa contrapartida calculada nos termos do artigo 188.º/CVM; e*
- c) *c) caucione a obrigação por garantia bancária ou depósito em dinheiro efectuado em instituição de crédito.*

Naturalmente que a CMVM não proferirá decisão favorável à perda da qualidade de sociedade aberta se não se verificarem os referidos requisitos.

Contudo, neste caso, se a CMVM tiver proferido decisão favorável, os accionistas minoritários, que não votaram favoravelmente a perda de qualidade de sociedade aberta, não têm um direito potestativo de alienação, mas apenas a faculdade de requererem a anulação da deliberação em causa, no prazo de 30 dias, por violação dos citados artigos da lei (art.ºs 58.º, n.º a al. a) e 59.º, n.º 2/CSC), quer por falta



de oferta de aquisição, quer por insuficiência da contrapartida (art.º 27.º, n.º 4/CVM).

Mas, os accionistas que não quiseram aceitar a proposta de aquisição não se podem vir a socorrer da alienação potestativa prevista no ar.º 490.º, n.º 5/CSC, uma vez que esta disposição respeita apenas a sociedade fechadas (cfr. art.º 490.º, n.º 7/CSC) e o facto constitutivo do direito de alienação ocorreu enquanto a sociedade era aberta. De contrário, criar-se-ia uma situação de desigualdade entre accionistas.

De qualquer forma, a perda da qualidade de sociedade aberta determina a consequente exclusão da negociação em mercado regulamentado das acções da sociedade e dos valores mobiliários que dão direito à sua subscrição ou aquisição, ficando vedada a readmissão no prazo de um ano (*delisting*) (art.º 29.º, n.º 2/CVM).

2. Dos procedimentos de aquisição e alienação potestativa

A **aquisição potestativa**, verificados os condicionalismos atrás referidos, resulta de uma decisão do sócio ou accionista dominante, de acordo com os procedimentos a seguir indicados.

A **alienação potestativa** fica dependente da falta de exercício da aquisição potestativa pelo sócio dominante, verificados os respectivos pressupostos, ou da insuficiência da contrapartida proposta.

Verificadas as condições legais, a sociedade dominante **pode** - mas não é obrigada - desencadear a aquisição potestativa, nos prazos legais.



Mas, se não o fizer, fica sujeita às alienações potestativas dos sócios (accionistas) remanescentes.

Contudo, os procedimentos variam conforme se trate de sociedades fechadas ou de sociedades abertas.

a) Sociedades fechadas

A sociedade fechada que atinja a referida maioria de 90% do capital da sociedade participada deverá comunicar o facto nos 30 dias seguintes (art.º 490.º, n.º 1/CSC).

Caso pretenda exercer o direito de **aquisição potestativa**, deverá designar um ROC independente – que não seja o ROC da própria sociedade ou da sociedade visada – para elaborar um relatório de avaliação, que servirá para avaliação da contrapartida (art.º 490.º, n.ºs 2, 3 e 4/CSC).

Nos 6 meses seguintes à comunicação do atingimento da maioria, deverá, então, tornar pública a proposta de aquisição, bem como a contrapartida, a qual deverá ficar consignada em depósito, promovendo o respectivo registo, no Registo Comercial, juntamente com o depósito do relatório do ROC, o qual deverá também ser patenteado aos interessados nas sedes das duas sociedades.

Como bem refere Evaristo Mendes², ao Conservador competirá verificar se o valor da contrapartida se encontra consignado em depósito e se foi depositado o relatório do ROC independente,

² In Aquisições potestativas no artigo 490 do CSC após a Reforma de 2006 e procedimento justo (V Congresso DSR – 2018).



devendo recusar o registo se tal não se verificar.

Mas, caso a sociedade dominante não exerça a aquisição potestativa no prazo indicado, cada sócio (acionista) remanescente da sociedade visada poderá, **em qualquer altura**, exercer o direito de **alienação potestativa** exigindo, por escrito, que a sociedade dominante lhe faça, no prazo de 30 dias, oferta de aquisição das suas participações sociais, mediante uma contrapartida satisfatória, em dinheiro, quotas ou acções da sociedade dominante (art.º 490.º, n.º 5/CSC).

Na falta da oferta ou sendo esta considerada insatisfatória, os sócios remanescentes poderão **requerer ao tribunal**, no prazo de 30 dias, que declare as acções ou quotas como adquiridas pela sociedade dominante, fixe o seu valor em dinheiro e condene a sociedade dominante a pagar (art.º 490.º, n.º 6/CSC).

Repare-se que, enquanto, nas sociedades abertas, a alienação potestativa dependia de mera declaração dos accionistas remanescentes, nos termos atrás descritos, nas sociedades fechadas é necessário um processo judicial.

Naturalmente que esta ausência de fixação de um prazo *ad quem* para cada sócio ou acionista remanescente exercer o seu direito de alienação potestativa é susceptível de causar fortes injustiças quanto ao valor da contrapartida que cada um tem o direito de receber ao longo do tempo.

Na verdade, para além da volatilidade dos mercados, a administração da sociedade dominada, sendo integralmente designada pela sociedade dominante, dada a forte maioria de que dispõe, tanto pode administrá-la valorizando os seus activos, como



pode servir-se dela numa perspectiva de interesse do “grupo” a longo prazo. Refira-se que o art.º 64.º, n.º 1 al. b)/CSC até privilegia os “*interesses de longo prazo dos sócios*”.

b) Sociedade abertas

Nas sociedades abertas, verificadas as condições legais, o accionista dominante pode desencadear o processo de **aquisição potestativa**, nos 3 meses subsequentes ao apuramento dos resultados, devendo publicar de imediato anúncio preliminar e enviá-lo à CMVM para efeitos de registo (art.º 196.º, n.ºs 1 e 3/CVM).

A publicação do anúncio preliminar obriga o sócio dominante a consignar a contrapartida em depósito junto de instituição de crédito, à ordem dos titulares das acções remanescentes (art.º 196.º, n.º 5/CVM).

A aquisição potestativa implica, em termos imediatos, a perda da qualidade de sociedade aberta da sociedade visada 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.º 195.º, n.º 4/CVM).

Porém, na falta de proposta de aquisição potestativa pela sociedade dominante, ou se a contrapartida em dinheiro não for considerada satisfatória, qualquer acionista remanescente poderá desencadear o processo de **alienação potestativa**, nos 3 meses subsequentes ao apuramento dos resultados da oferta pública, devendo, para o efeito, dirigir por escrito ao accionista dominante convite para que, no prazo de 8 dias, lhe faça proposta de aquisição das suas acções (art.º 196.º, n.º 1/CVM).



Conforme bem decidiu o Tribunal Central Administrativo Sul – Acórdão de 14/07/2016 (Nuno Coutinho), *os titulares de ações adquiridas após o apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição não têm o direito a exigir uma alienação potestativa. Assim, tais ações estão excluídas do conceito de ações remanescentes.*

Ao contrário das sociedades fechadas, aqui, respeitando o princípio da igualdade (art.ºs 15.º e 197.º/CVM), a lei estabelece um prazo para os accionistas remanescentes desencadearem a aquisição potestativa.

Na falta da resposta pelo accionista dominante ou se esta não for considerada satisfatória, qualquer titular de ações remanescentes que tenha formulado o referido convite pode declarar à CMVM a **alienação potestativa**, juntando (art.º 196.º, n.º 2/CVM):

- a) documento comprovativo de consignação em depósito ou de bloqueio das ações a alienar;
- b) indicando a contrapartida calculada nos termos dos n.os 1 e 2 do artigo 194.º.

Verificados pela CMVM os requisitos da alienação, esta torna-se eficaz a partir da notificação por aquela ao accionista dominante e a certidão comprovativa da notificação constitui título executivo (art.º 196.º, n.ºs 3 e 4 /CVM).

Poderá, todavia, acontecer que o oferente não tenha alcançado, na oferta pública geral, 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, mas venha, posteriormente, através de aquisições, a obter essa maioria. Nesse caso, não está obrigado a lançar nova OPA (art.º 189.º, n.º 1 al. a)/CVM), nem se verificam os requisitos para a



aquisição potestativa (art.º 194.º, n.º 1/CVM).

Mas, pode socorrer-se da faculdade prevista no citado art.º 27.º, n.º 1 al. b)/CVM para deliberar a perda da qualidade da sociedade aberta, com as consequências atrás descritas, facultando-se sempre aos accionistas minoritários o direito de se apartarem da sociedade, mediante uma justa contrapartida, nos termos do citado art.º 27.º, n.º 3/CVM.

3. Do conceito de justa contrapartida

O apuramento da justa contrapartida é uma peça fundamental, quer da aquisição potestativa, quer da alienação potestativa e varia conforme se trate de sociedades fechadas ou abertas.

No caso das **sociedades fechadas**, a “justa contrapartida” é calculada por um ROC independente (art.º 490.º, n.º 2/CSC), nos termos dos art.ºs 105.º, n.º 2/CSC e 1.021.º/Código Civil, ou seja o “*book value*”, no momento da avaliação e pode consistir em dinheiro ou em quotas, acções ou obrigações da sociedade dominante.

Mas, no caso das **sociedades abertas**, a “justa contrapartida” é paga em dinheiro, não podendo ser inferior ao mais elevado dos seguintes montantes (art.º 188.º, n.º 1/CVM):

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.”

Porém, se as acções não estiverem admitidas à negociação em mercado regulamentado e o maior preço resultar de negociações particulares, ou se as acções em causa tiverem liquidez reduzida no mercado regulamentado, ou este tiver sido afectado por acontecimentos excepcionais, a contrapartida será fixada por auditor independente designado pela CMVM (art.º 188.º, n.ºs 2 e 3/CVM).

Assim, nas sociedades abertas, o valor da contrapartida é sindicado pela CMVM.

Nas **sociedades fechadas**, embora o art.º 490.º/CSC o não diga, os sócios remanescentes poderão impugnar judicialmente o valor declarado, nos termos do art.º 1.068.º/CPC (cfr. art.º 1.069/CPC)³

Em qualquer dos casos de aquisição potestativa, para garantia dos destinatários, a contrapartida deverá ser previamente **consignada em depósito** (art.ºs 490.º, n.º 4/CSC e 194.º, n.º 5/CVM).

A consignação em depósito é feita numa instituição de crédito, a favor dos sócios/accionistas remanescentes, não se exigindo que seja feita judicialmente⁴

4. Conclusão

Fazendo uma justa ponderação dos interesses em causa, afigura-se-me que a aquisição potestativa é uma contrapartida racional da alienação potestativa, tendo em atenção os princípios da certeza e

³ No mesmo sentido, Evaristo Mendes, in ob. cit.

⁴ Cfr. Acórdão do STJ de 3/02/2005 (Oliveira Barros)



da igualdade e a protecção das minorias. Isto é, não seria razoável atribuir aos accionistas minoritários o direito de se apartarem *ad nutum* da sociedade, sem que se conceder ao accionista dominante a faculdade antecipatória de provocar essa saída, mediante uma justa contrapartida, verificadas as mesmas condições.

Em direito francês, a oferta pública de saída - *Offre Publique de Retrait (OPR)* pode partir da iniciativa, quer do grupo maioritário que atinja 95% dos direitos de voto, como uma OPA ou OPT, quer dos accionistas minoritários.

Neste último caso, os accionistas minoritários deverão dirigir o pedido à AMF (Autorité de Marchés Financiers), que decidirá, após verificar se o mercado das acções não tem liquidez. Se aceitar o pedido, notifica os accionistas maioritários para apresentarem uma OPR com uma contrapartida razoável, que os vincula se for aceite pelos minoritários⁵.

Pelo contrário, o grupo maioritário só pode lançar uma OPR obrigatória, se a fasquia dos 95% for obtida através de uma OPA, sendo mesmo possível que a OPA contemple logo uma OPR obrigatória⁶

Como é sabido, nas sociedades comerciais, o princípio da igualdade não funciona *per capita*, mas em função das percentagens de capital social ou de direitos de voto.

⁵ Therry Bonneau e outros, In Droit Financier, 2017, LGDJ, Lextenso éditions, pág. 700.

⁶ Thierry Bonneau et France Drummond, in Droit des marchés financiers, 2002, Troisième édition, pág. 944.



Assim, para além dos direitos especiais (art.º 24.º/CSC), os direitos sociais variam em função das percentagens de capital social ou dos direitos de voto. Por exemplo, uma percentagem de 5% do capital social faculta a interposição da acção social *ut singuli* (art.º 77.º, n.º 1/CSC) - 2% nas sociedades com acções admitidas à negociação em mercado regulamentado – bem como a convocação de assembleias gerais ou a inclusão de assuntos na ordem do dia nas sociedades anónimas (art.ºs 375.º, n.º 2 e 378.º/CSC) e, nestas sociedades, uma percentagem de 10% confere o direito colectivo à informação (art.º 291.º, n.º 1/CSC).

Por outro lado, uma percentagem de 75%, nas sociedades por quotas e de 66% nas sociedades anónimas, constituem uma maioria qualificada que faculta a alteração dos estatutos e até a dissolução da sociedade (art.ºs 265.º, n.º 1, 270.º, n.º 1 e 386.º, n.º 3/CSC).

Mas, em qualquer caso, a titularidade de participações sociais representativas de mais de 50% do capital social ou dos direitos de voto constitui uma relação de domínio (art.ºs 486.º, n.º 2 als. a) e b)/CSC e 21.º, n.º 2 als. a) e b)/CVM), ou até menor se as acções estiverem dispersas, com todas as consequências daí advenientes.

Acresce que o legislador, com a preocupação da protecção das minorias, fazendo-as aceder ao chamado “prémio de controlo”, impôs a OPA geral obrigatória nas sociedades abertas, a quem, directamente ou nos termos do art.º 20.º, n.º1/CVM, atinja 50% dos direitos de voto ou um terço nas sociedades com acções admitidas à negociação em mercado regulamentado (art.º 187.º/CVM), sendo a contrapartida equivalente à das aquisições potestativas (art.º 188.º/CVM).

Como resulta do exposto, os direitos integrantes das participações



sociais - quotas ou acções - são de “geometria variável” em função da própria lei, dos estatutos, das percentagens do capital social ou dos direitos de voto e da própria dinâmica societária.

Como bem refere Pedro Pais de Vasconcelos⁷:

“A mobilidade do conteúdo da relação jurídica que se estabelece entre o sócio e a sociedade decorre de várias causas. Por um lado, o contrato, pacto ou estatuto da sociedade pode ser modificada por deliberação social e até a própria lei que os rege pode ser alterada. Por outro lado, as deliberações tomadas pelos órgãos sociais têm influência no conteúdo concreto da posição jurídica do sócio. Finalmente as circunstâncias que envolvem a vida da sociedade e do sócio podem ser de molde a modificar o conteúdo da sua posição jurídica.”

O princípio da igualdade é uma primeira barreira para prevenir abusos, mas este próprio princípio admite excepções, desde logo, na atribuição do direito fundamental aos lucros (art.º 22.º/CSC).

Por isso, o legislador viu-se na necessidade de criar institutos especiais para protecção das minorias, como é o caso das OPAs obrigatórias e das alienações potestativas.

Como é evidente, o atingimento de uma maioria avassaladora de 90% do capital social ou dos direitos de voto constitui uma alteração qualitativa das relações internas de forças, permitindo um domínio absoluto do sócio dominante e uma volatilização das participações minoritárias, com a consequente dificuldade da sua alienação,

⁷ In A participação social nas sociedades comerciais, Ed. Almedina - 2ª Ed. - pág. 67.



vendo-se o legislador na necessidade de facultar a saída potestativa dos sócios remanescentes, mediante uma justa contrapartida.

A aquisição potestativa acaba por ser um instrumento para facultar a saída dos sócios remanescentes, seja directamente, aceitando a oferta, seja através da alienação potestativa, mediante uma justa contrapartida, estabelecendo, ainda, alguma ordenação, através, dos prazos legais, tanto mais que aos accionistas minoritários é difícil verificar, com rigor, o atingimento dos patamares em causa, dadas as participações indirectas relevantes.

Os sócios, quando subscrevem ou adquirem uma participação social, devem estar cientes da “mobilidade” do seu conteúdo, quer através da lei, dos estatutos ou da dinâmica societária, que pode culminar, mesmo, na sua extinção, seja por força de amortização de quotas ou acções, exclusão de sócios, fusões e aquisições ou aquisições potestativas.

Por essa razão, não obstante a participação social beneficiar da protecção do direito de propriedade, nos termos do art.º 62.º, n.º 1 da Constituição, como direito equiparado a um direito fundamental, bem decidiu o douto Acórdão n.º 491/02 de 26 de Novembro (Paulo Moita Pinto) do Tribunal Constitucional, ao não declarar a inconstitucionalidade da norma do art.º 490.º, n.º 3 do CSC (Aquisição potestativa).

Como refere o douto Acórdão: *“Seja como for, pode concluir-se - em suma - que o instituto em causa não comprime, a partir do exterior, a “propriedade corporativa” em que se traduz o direito sobre participações sociais, mas antes surge como um aspecto da sua conformação interna pelo legislador. A norma do artigo 490.º, n.º 3, do CSC não é, assim, regulativa - no sentido de regulamentação de*



uma realidade “antecedente” - da “propriedade corporativa” do sócio das sociedades de capital, mas constitutiva dessa mesma propriedade.”

Acresce que o direito de propriedade não é absoluto e tem de se conformar com outros direitos com idêntica garantia constitucional (art.º 18.º, n.º 2 da Constituição), como é a iniciativa privada económica (art.º 61.º da Constituição), que também pode ser afectada pela alienação potestativa.

Em suma, o regime vigente constitui um justo equilíbrio entre direitos constitucionais com idêntica garantia.

António Pereira de Almeida