



KEYLLA DOS ANJOS MELO

AQUISIÇÕES TENDENTES AO DOMÍNIO TOTAL

Dissertação em Ciências Jurídico-Empresariais - Menção em Direito Empresarial

2016



UNIVERSIDADE DE COIMBRA



• U • C •

FDUC FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

KEYLLA DOS ANJOS MELO

AQUISIÇÕES TENDENTES AO DOMÍNIO TOTAL

SQUEEZE-OUTS

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

COIMBRA

2016

*Dedico este trabalho a minha família,
especialmente aos meus pais, Pedro e
Célia, que foram meu porto seguro
durante este percurso.*

RESUMO

Este trabalho é dedicado ao estudo das aquisições tendentes ao domínio total que, diante da complexidade atual das relações societárias, apresentam-se como instrumento a favor da concentração empresarial. O tema enquadra-se tanto no âmbito do mercado acionário, quanto no plano das relações de grupo, mas em ambos os domínios enseja diversas problemáticas quanto ao alcance e sentido de suas normas, bem como quanto à sua legitimidade, tendo em vista envolver o direito de aquisição potestativa do sócio majoritário em face das participações sociais dos minoritários. Busca-se estudar, pois, os conflitos emergentes do regime das aquisições tendentes ao domínio total, explorando questões como: o conflito entre o direito de propriedade dos sócios minoritários e o direito de propriedade “corporativa”; o princípio da maioria e a proteção dos sócios minoritários; a igualdade de tratamento nas relações societárias; entre outras. Desse modo, parte-se de um exame acerca do sentido, aplicação e evolução do instituto nos ordenamentos jurídicos estrangeiros e português, percorrendo discussões sobre os fundamentos e finalidades da figura em estudo, inclusive sob uma perspectiva econômica, para se chegar a conclusões sobre a legitimidade e constitucionalidade da figura em comento.

PALAVRAS-CHAVE: Aquisição Tendente ao Domínio Total; Aquisição Potestativa de Participações Sociais Minoritárias; Direito de Propriedade dos Sócios Minoritários; Constitucionalidade.

ABSTRACT

This work aims to study squeeze-outs taking into account the current complexity of corporate relations, used as an instrument in favor of the corporate concentration. The subject fits both in the context of the stock market, as in terms of group relations, but in both domains gives rise to various problems regarding the scope and meaning of its rules and legitimacy, considering to involve the majority shareholder's right of compulsory acquisition over the minority shares. It is aimed to study, therefore, the conflicts arising from the system of squeeze-outs, exploring issues such as the conflict between the property right of the minority shareholders and the right of "corporate" property; the principle of majority and protection of minority shareholders; equal treatment in social relations; among others. Thus, from an examination of the meaning, application and development of the institute in foreign and Portuguese legal systems, discussing about its fundamentals and purposes, even from an economic perspective, in order to reach conclusions about legitimacy and constitutionality of the figure under discussion.

KEY-WORDS: Squeeze-outs; Compulsory Acquisition of Minority Shareholders; Minority Property Right; Constitutionality.

SIGLAS E ABREVIATURAS

Análise Econômica do Direito (AED)

Aktiengesetz (AktG.)

Autorité des Marchés Financiers (AMF)

Código Civil Português (CC)

Comissão de Operações da Bolsa (COB)

Código de Processo Civil (CPC)

Código das Sociedades Comerciais Português (CSC)

Código de Valores Mobiliários Português (CVM)

Comissão de Valores Mobiliários do Brasil (CVM-B)

Comunidade Europeia (CE)

Constituição da República Portuguesa (CRP)

Fusões e Aquisições (F&As)

Lei das Sociedades Anônimas do Brasil (LSA)

Oferta Pública de Aquisição (OPA)

Offre Publique de Retrait (OPR)

Revisor Oficial de Contas (ROC)

Sociedade Anônima (S/A)

Securities Exchange Commission (SEC)

Supremo Tribunal de Justiça Português (STJ)

Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz (WpUG)

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	8
PARTE I – DA AQUISIÇÃO TENDENTE AO DOMÍNIO TOTAL	10
CAPÍTULO 1: CONTEXTUALIZAÇÕES	10
1.1. O Direito Societário diante do Processo de Concentração Empresarial	10
1.1.1. Expansão Interna	13
1.1.2. Expansão Externa	14
CAPÍTULO 2: DEFINIÇÕES E VISÃO PRELIMINAR	16
2.1. O Domínio Total Superveniente	16
2.2. A Aquisição Tendente ao Domínio Total: Concepção Preliminar	18
CAPÍTULO 3: EXPERIÊNCIAS ESTRANGEIRAS	22
3.1. Estados Unidos da América	22
3.1.1 <i>William’s Act</i>	22
3.1.2. <i>Delaware Law</i>: Técnicas de <i>Freeze-out</i>	24
3.2. União Europeia	24
3.2.1. Projeto da 9ª Directiva Relativa aos Grupos de Sociedades	24
3.2.2. Directiva 2004/25/CE Relativa às Ofertas Públicas de Aquisição	25
a) Fundamentos.....	26
b) Panorama Geral da Directiva 2004/25/CE.....	27
c) Aquisição Potestativa.....	30
3.2.3. Quadro Normativo de Estados-membros da U. E.	31
a) Reino Unido.....	31
b) França.....	33
c) Alemanha.....	34
d) Holanda.....	35
f) Bélgica.....	36
g) Itália.....	36
3.3. Brasil	37
CAPÍTULO 4: ENQUADRAMENTO NORMATIVO EM PORTUGAL	43
4.1. Aquisição Tendente ao Domínio Total do Art. 490º do CSC	43
4.1.1. Função Económica	43
4.1.2. Justificações	44
4.1.3. Regime Jurídico	48

a) Participação Interssocietária.....	48
b) Dever de Comunicação.....	50
c) Oferta de Aquisição e Declaração de Aquisição.....	52
d) A Contrapartida Patrimonial dos Sócios Minoritários.....	55
e) O Momento da Ocorrência da Aquisição.....	59
f) Reação dos Sócios Livres.....	60
g) Alienação Potestativa.....	61
4.2. Aquisição Tendente ao Domínio Total do Art. 194º do CVM.....	62
4.2.1. Justificativas para o Regime.....	63
4.2.2. Regime Jurídico.....	64
a) Pressupostos.....	64
b) A Decisão sobre a Aquisição Potestativa.....	66
c) Anúncio Preliminar.....	66
d) A Contrapartida em Depósito.....	67
e) Implicações da Decisão de Exercício do Direito de Aquisição Potestativa após o Registro junto à CMVM	68
f) Alienação Potestativa.....	70
PARTE II - ANÁLISE ECONÔMICA DAS AQUISIÇÕES POTESTATIVAS.....	73
CAPÍTULO 1: APONTAMENTOS SOBRE ANÁLISE ECONÔMICA.....	73
1.1. Apontamentos sobre a Análise Econômica do Direito.....	73
1.2. Critérios de Eficiência.....	75
1.3. Teoria Econômica dos Direitos de Propriedade.....	77
1.3.1. Regras de Propriedade e de Responsabilidade.....	78
1.4. Conflitos de Agência.....	79
CAPÍTULO 2: ANÁLISE ECONÔMICA DAS EXCLUSÕES DAS PARTICIPAÇÕES SOCIAIS NOS <i>SQUEEZE-OUTS</i>.....	81
2.1. A Eficiência do Regime de Participações Sociais segundo a Teoria dos Direitos de Propriedade: o enquadramento como regra da propriedade ou como regra de responsabilidade.....	81
2.1.1. Inadequação Teórica de Abordagens Objetivas.....	82
2.1.2. Superioridade Básica do Regime de Responsabilidade em Razão dos Custos de Transação Proibitivos segundo Heskamp.....	84
a) Custos de Transação Proibitivos nas Aquisições Potestativas.....	85

b) Superioridade Básica da Configuração da Participação Social como Regra de Responsabilidade.....	87
2.1.3. Ineficiências Remanescentes de uma Apreciação Subjetiva.....	89
a) Inclinação em Favor dos Interesses dos Excluídos ou dos Adquirentes?.....	90
b) Reação dos Excluídos.....	91
b.a) Diminuição da Tendência de Investimento.....	91
b.b) Medidas Defensivas.....	93
2.1.4. Ineficiências Remanescentes Independentes de Prejuízos Individuais.....	94
2.1.5. Conclusões sobre a Aplicação da Teoria Econômica da Propriedade na Análise das Aquisições Tendentes ao Domínio Total.....	95
2.2. Diminuição de custos devido à exclusão dos acionistas minoritários.....	97
2.3. Redução do conflito Principal-Agente.....	98
2.4. Reflexões Críticas.....	99
PARTE III – DISCUSSÕES SOBRE A LEGITIMIDADE DA AQUISIÇÃO TENDENTE AO DOMÍNIO TOTAL	103
CAPÍTULO 1: O PROBLEMA.....	103
1.1. Comparação entre Regimes.....	103
1.2. Diferenças de Regimes quanto à Discussão sobre a Ilegitimidade do Instituto.....	105
1.2.1. A Discussão acerca da Constitucionalidade do art. 490º do CSC.....	105
a) A Propriedade “Corporativa” e a Propriedade Privada.....	107
b) O Direito de Propriedade e o Direito à Liberdade de Iniciativa Econômica.....	111
c) A Preponderância do Direito à Livre Iniciativa Econômica Privada da Sociedade Dominante face o Direito à Propriedade Privada dos Sócios Minoritários sob a Luz do Teste da Proporcionalidade.....	113
1.2.2. A Discussão acerca da Inconstitucionalidade dos art. 194º e ss. da CVM.....	120
CONCLUSÃO.....	122

INTRODUÇÃO

O presente trabalho possui como finalidade analisar o instituto da aquisição tendente ao domínio total. O tema suscita especial interesse por se enquadrar tanto no contexto das sociedades de capitais abertos, mediante Oferta Pública de Aquisição (OPA), quanto no âmbito das relações de grupo; áreas que assumem cada vez mais importância diante da complexidade atual das relações societárias.

Dessa forma, pretende-se abordar as diversas problemáticas decorrentes da relação existente entre o sócio dominante e os sócios minoritários, sem, contudo, limitar o debate ao plano do direito dos grupos de sociedades – tal como ocorre na maioria dos estudos portugueses acerca do tema.

O trabalho está dividido em três partes.

A primeira dedica-se a contextualizações e notas conceituais acerca do objeto de estudo aqui apontado, a fim de se atribuir sentido e de realizar uma clara elucidação sobre sua origem e desenvolvimento no direito comparado e no sistema jurídico pátrio.

Nesse sentido, além de versar sobre as figuras equivalentes no direito estrangeiro, analisar-se-á o instituto no direito pátrio sob duas frentes: a primeira relaciona-se ao regime previsto no art. 490º do Código de Sociedades Comerciais (CSC), desenlace da figura no tocante aos grupos de sociedades; e a segunda consiste no estudo do instituto segundo o regime dos arts. 194º e seguintes do Código de Valores Mobiliários português (CVM), abordagem inserida no âmbito das sociedades de capital aberto.

A segunda parte destina-se ao estudo das aquisições tendentes ao domínio total sob a perspectiva da Análise Econômica do Direito (AED), de modo a abordar as questões suscitadas por essa Escola não como marco teórico a ser seguido, mas como forma de incrementar o debate sobre o tema, compreendendo seus argumentos em toda sua extensão para que se possa responder criticamente aos fundamentos embasados neles.

Por fim, a última parte concentra-se na análise da legitimidade das aquisições tendentes ao domínio total, trazendo à tona, por conseguinte, questões tais como: o princípio da maioria e a proteção dos sócios minoritários; o conflito entre o direito de propriedade dos sócios minoritários e o direito de propriedade “corporativa”; a igualdade de tratamento nas relações societárias; a diferença entre o instituto e outras figuras em que, por deliberação

maioritária, as participações sociais se convertem em outros bens ou mesmo se extinguem (v.g. fusão, transformação, cisão, dissolução de sociedades e amortização de quotas ou ações); concluindo, ao final, sobre a constitucionalidade ou não do direito de aquisição potestativa.

Em suma, este estudo propõe-se a evidenciar a aquisição tendente ao domínio total como reflexo e resultado da complexidade atual do direito societário – resultado este que não deve ser compreendido como consequência lógica e inevitável da história do direito, isto é, como produto final e acabado, e por isso, isento de críticas. Muito pelo contrário: pretende-se, a partir da pesquisa que se segue, atingir a devida compreensão do instituto para que se possa, em seguida, realizar uma análise crítica sobre o mesmo.

PARTE I – DA AQUISIÇÃO TENDENTE AO DOMÍNIO TOTAL

CAPÍTULO 1: CONTEXTUALIZAÇÕES

1.1. O Direito Societário diante do Processo de Concentração Empresarial

O fenômeno da concentração empresarial tornou-se possível graças a grandes transformações ocorridas através de um correlacionado e indissociável processo de concentração econômica ocorrido a partir dos anos 70 do século XIX¹.

De acordo com Antônio José Avelã Nunes², o processo concentracionista apresenta como um de seus elementos a concorrência. Esta estimula uma incessante busca por novas condições de produção, que proporcionem o alcance de custos mais baixos, e, por sua vez, aumentem o lucro de empresas que, fora do ambiente de concorrência, não teriam capacidade de exercer qualquer influência sobre as condições globais do mercado ou diretamente sobre os preços³.

Com efeito, a marcha concentracionista desenvolve-se mais intensamente no contexto da Segunda Revolução Industrial, período em que importantes conquistas da técnica vêm alterar toda a atividade industrial⁴. Em suma, todas essas inovações conduziram a uma mudança nos principais ramos da atividade econômica de modo que as indústrias têxtil e de carvão foram substituídas pelas indústrias do aço, da construção mecânica e do automóvel, constituídas sob a forma de grandes empresas.

¹ Segundo Camargos e Barbosa, as origens das atividades de Fusões e Aquisições (F&As) remontam ao final do século XVIII e início do século XIX, coincidindo, portanto, com a irrupção da Revolução Industrial e do correlativo processo de concentração de capitais e reestruturação patrimonial, o qual, por meio de movimentos cíclicos, vem definindo e caracterizando o sistema de produção capitalista. De modo geral, os procedimentos de F&As afirmam-se como uma maneira ágil de se atingir o crescimento empresarial, possibilitando a entrada em mercados, a defesa de aquisições indesejadas, o aproveitamento de oportunidades de investimento, ou até mesmo o lucro de alguns participantes desses processos às expensas de outros. Cfr.: CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões, Aquisições e Takeovers: um Levantamento Teórico dos Motivos, Hipóteses Testáveis e Evidências Empíricas. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 2, abril/junho, 2003, p.18.

² NUNES, Antônio José Avelãs. *Uma Introdução à Economia Política*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2007, p. 182.

³ *Ibidem*, p. 184.

⁴ É por ocasião dessa fase que surgem novas fontes de energia, como o petróleo e a eletricidade, as quais possibilitaram a substituição do motor a vapor pelo motor de explosão e pelo motor elétrico; além disso, há um grande desenvolvimento da indústria química, a partir dos subprodutos do carvão e do petróleo, bem como de novas técnicas de tratamento do aço. (*Ibidem*, p. 184).

Outrossim, as crises cíclicas, que ocorreram a partir do primeiro quartel do século XIX, ocasionaram o desaparecimento de muitas empresas e, por conseguinte, estimularam a formação de cartéis por parte das empresas maiores. Somado a isso, o papel do capital bancário foi essencial para a promoção de poderosos grupos financeiros, além de ser o instrumento para o financiamento de estratégias do capitalismo imperialista.

Outro fator relevante para o fenômeno de concentração reside na industrialização tardia de países como Alemanha, Estados Unidos e Japão⁵. Nesses locais, diferentemente dos países que primeiro conheceram a Revolução Industrial, não havia uma classe burguesa antiga e organizada que pudesse se opor ao fenômeno de centralização de capital.

Fato é que, aliado aos elementos econômicos, o direito forneceu os instrumentos indispensáveis à obtenção do resultado concentracionista. Pode-se identificar a contribuição jurídica para a concentração de capital em duas vias: ao passo que a personalidade coletiva firmou a autonomia patrimonial e a propagação dos centros de imputação das relações jurídicas; a participação acionária possibilitou a dissociação entre poder de controle e propriedade, isto é, permitiu o exercício do poder sem o risco⁶. E a reunião mais bem-sucedida desses elementos concretizou-se na figura da sociedade anônima.

Logo, considerando as características da sociedade anônima quanto à personalidade jurídica, responsabilidade limitada e possibilidade de participação acionária, deduz-se que o mencionado tipo societário se tornou a instituição-chave do concentracionismo capitalista e

⁵ Nos Estados Unidos, por exemplo, o nascimento de uma indústria já fortemente concentrada explica-se por diversos motivos, dentre os quais, podemos citar: a vitória na Guerra de Secessão, que consolidou o poder da burguesia comerciante e industrial do Norte; a mecanização impulsionada pela necessidade de economizar mão-de-obra e pela dimensão nas explorações da corrida expansionista para a “Conquista do Oeste”; e o grande influxo de capitais europeus. Na Alemanha, como a classe dominante era a nobreza prussiana, a industrialização se deu num ambiente de aliança entre essa classe detentora da máquina estatal e os empresários da indústria. Assim, logo de início, havia uma ligação entre os grandes *Konzern* alemães e o militarismo prussiano das esferas governamentais, característica que se tornou marcante no capitalismo alemão. Já o Japão iniciou sua industrialização sob o pano de fundo de liquidação do feudalismo, com o confisco dos domínios senhoriais e dos bens religiosos em 1869 e a concessão aos camponeses da propriedade da terra que cultivavam em 1872. Nesse contexto, o processo de industrialização se deu com a participação de capitais ingleses e com a proeminente intervenção estatal, alimentada pelas receitas dos impostos pagos pelos agricultores. Dessa forma, foi o próprio Estado, dominado pela grande burguesia de ricos comerciantes, que realizou a implantação de enormes estabelecimentos industriais (especialmente nas indústrias siderúrgica e armamentista), os quais posteriormente passariam a ser dominados por um pequeno número de famílias que continuam a controlar os grandes grupos industriais e financeiros japoneses (*Zaibatsus*) (*Ibidem*, p. 187).

⁶COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 355-356.

empresarial, tendo em vista que as referidas características viabilizaram a expansão de seu poder de dominação econômica a várias outras sociedades.

Nesse contexto, um dos fatores responsáveis pela dominação da sociedade anônima refere-se à separação entre propriedade e poder de controle⁷. Diante dessa nova configuração, a antiga classificação de propriedade como algo “real”, passível de ser transferida, isto é, de ser utilizada da maneira como seu dono melhor entender não se faz suficiente para explicar esse fenômeno societário, que, em sua estrutura, apresenta os acionistas, titulares da propriedade passiva, e os controladores, titulares da propriedade ativa.

Outro fator de suma importância para o crescimento desse tipo societário foi o enorme aumento de produtividade observado a partir da organização desse tipo societário, e isso se explica principalmente pela possibilidade de expansão e maior circulação de capitais. Nesse sentido, José Engrácia Antunes⁸ destaca que as sociedades por ações se assumiram rapidamente como instrumento jurídico-organizativo por excelência da grande empresa dos nossos dias graças à sua aptidão para funcionar como uma verdadeira “bomba de capital”.

Outrossim, é necessário mencionar, ainda, outras razões de caráter institucional, social, político e tecnológico ligadas ao fenômeno concentracionista, tais como: a harmonização do sistema financeiro internacional pela criação do Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial; e da unificação em nível regional dos mercados nacionais pela formação dos blocos econômicos⁹.

Esses elementos surgiram em meio à globalização, responsável pela integração de mercados internacionais diversos, o que, aliado ao desenvolvimento da informática, da comunicação e dos transportes, resultou no aumento em larga escala da circulação de bens, serviços, capitais e tecnologias.

É diante dessa conjuntura de elevada demanda existente em escala mundial que se apresenta a atualidade da concentração econômica e empresarial. A economia globalizada requer de seus participantes o emprego de vultosos capitais em pesquisa e desenvolvimento

⁷ BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. Coleção Economistas. São Paulo: Nova Cultural, 1988, pp. 28-39.

⁸ ANTUNES, José Engrácia. Estrutura e Responsabilidade da Empresa: O moderno paradoxo regulatório. *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 1, n. 2, jun./dez, 2005, p. 32.

⁹ MUÑOZ, Eduardo Sechi. *Empresa Contemporânea e o Direito Societário*: poder de controle e grupos de sociedades. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2002, p. 86.

de produtos, o que é viável, portanto, somente aos detentores de vastos recursos atuantes em mercados de alta tecnologia.

À vista disso, a concentração societária apresenta-se como uma alternativa ao empresário para que este consiga ser bem-sucedido nesse ambiente de mercado. De fato, a empresa moderna apresenta uma tendência natural para o seu próprio crescimento e o sistema econômico manifesta uma irreversível propensão a se tornar um verdadeiro processo de concentração empresarial.

Conforme elucidada José Engrácia Antunes¹⁰, o fenômeno de concentração empresarial ocorreu em duas fases, sendo a primeira relativa à expansão interna da sociedade, e a segunda, referente à expansão externa, isto é, à formação das empresas plussocietárias, como será elucidado a seguir.

1.1.1. A Expansão Interna

A primeira fase, também chamada de *concentração primária*, é caracterizada, sob o ponto de vista macroeconômico, pelo aumento do tamanho das empresas e pela correspondente diminuição numérica destas. Sob ponto de vista microeconômico, essa fase representa, de acordo com José Engrácia Antunes¹¹, o crescimento das empresas mediante um processo interno amparado por elementos financeiros, técnicos e comerciais, tais como operações de aumento de capital, autofinanciamento e investimento em novas tecnologias para a criação de uma rede de distribuição autônoma.

O resultado desse processo é a ampliação do mercado e da atuação da sociedade, fatores que conduzem, por sua vez, a instrumentos típicos da concentração, como a fusão e a incorporação empresarial.

Contudo, o crescimento societário interno sofreu limitações de ordens financeiras, organizativas e legais. Nesse sentido, verifica-se que além de elevados gastos para a manutenção do processo acumulativo, a expansão interna acarreta dificuldades organizativas, impossibilitando uma gestão societária eficiente. Do mesmo modo, o poderio

¹⁰ ATUNES, José Engrácia. *Liability of Corporate Groups: Autonomy and Control in Parent-Subsidiary Relationship in US, German and EU Law, an International and Comparative Perspective*. Studies in Transnational Economic Law. Vol. 10. Boston: Kluwer, 1994, p. 22.

¹¹ *Ibidem*, p. 23.

econômico atingido por grandes empresas conduz a situações de monopólio, esbarrando, portanto, em entraves legais de concorrência que visam a combater as distorções encontradas no mercado¹².

No que concerne às limitações financeiras, as grandes empresas encontram dificuldades para a continuação de seu processo de concentração primária na medida em que enfrentam limitações de fontes de crédito, normalmente impostas a uma mesma entidade. No mesmo sentido, surgem dificuldades quanto à organização e administração da grande firma diante da complexidade dessa estrutura empresarial, o que resultou em uma inevitável descentralização administrativa por meio da transição do formato de unidade empresarial para o de multiunidades empresariais.

Somadas às restrições do campo do direito da concorrência, as quais levaram a uma grande regulação por parte do Estado, essas limitações geraram uma demanda por uma mudança de estratégia no que diz respeito à concentração empresarial.

Assim, a nova estratégia deu origem à segunda fase da concentração empresarial¹³, a partir da qual se deu início ao fenômeno da empresa plurissocietária.

1.1.2. A Expansão Externa

A expansão externa empresarial, também designada como *concentração secundária*, é compreendida pelo crescimento da empresa para além de sua própria personalidade jurídica, isto é, ultrapassa-se os limites de autonomia e independência impostos pela criação da pessoa jurídica. Essa segunda fase concentracional representa nada mais do que a tentativa de manutenção da grande empresa de concentração primária por meio da implementação de mudanças organizativas na estrutura societária.

¹² A legislação mais conhecida no direito concorrencial foi instituída nos Estados Unidos em 1890, e ficou conhecida como *Sherman Act*, elaborada num contexto de excepcional desenvolvimento da economia norteamericana, com as transformações ocorridas nos campos da tecnologia e no constante e contínuo fortalecimento da economia industrial. Entre as implementações do *Sherman Act* destacam-se a previsão de ilegalidade de contratos, combinações ou conspirações na forma de truste e a criminalização do monopólio ou tentativa de monopolização do mercado. O referido diploma levou à promulgação de duas novas leis: o *Clayton Act* e o *Federal Trade Commission Act*, que vieram complementar a definição sobre concorrência desleal bem como tutelar a proteção do concorrente contra atos desleais de um outro concorrente, protegendo também o interesse do consumidor contra o poder econômico do mercado. (*Ibidem*, p. 24 e nota 42).

¹³ *Ibidem*, p. 24.

A partir da descentralização administrativa, operada através da concentração secundária, estabelece-se uma divisão em diversas células administrativas. Essa divisão possibilita a multiplicação das possibilidades empresariais, seja pela ampliação dos negócios, seja pela superação das limitações tributárias, econômicas e das mais variadas ordens às grandes entidades empresariais.

Entre as razões jurídicas para o desenvolvimento dessa segunda fase da concentração empresarial está a possibilidade de participação entre companhias. Inicialmente, isso não era possível, tendo em vista que os modelos societários - inclusive o da sociedade anônima - não permitiam tal prática. A aquisição acionária entre companhias era considerada pela jurisprudência norte-americana um ato *ultra vires*, isto é, fora dos limites de poder da própria sociedade. Ademais, a referida prática poderia possibilitar não só uma atuação monopolista de mercado pela formação de um ente econômico sem fronteiras, como também a consideração da perda da autonomia de cada companhia, que deveria atender a interesses de outra companhia a que passaria a ser dependente¹⁴.

Assim, até o fim do século XIX a aquisição acionária entre companhias era rara nos Estados Unidos. A primeira previsão de autorização de participação de uma sociedade em outra foi a chamada *holding company clause*, prevista no *Act* de 04 de abril de 1888, do Estado de *New Jersey*.

A questão também foi debatida no direito europeu. O embate quanto à permissibilidade da participação acionária entre sociedades concentrava-se também na preocupação com relação a atuações monopolísticas de mercado e eventual criação de centros econômicos de poderio muitas vezes maior do que o estatal, o que poderia ameaçar as bases da ordem legal. Contudo, diferentemente da doutrina americana, o sistema europeu adotava o conceito antropomórfico de pessoa jurídica, segundo o qual esta última era considerada uma realidade e não uma ficção criada pelo direito, o que permitia um tratamento igualitário entre a personalidade humana e a jurídica¹⁵.

Destarte, a partir do momento em que sistemas jurídicos de um modo geral permitiram a participação de uma companhia em outra irrompe-se o fenômeno da empresa plurissocietária tão presente em nossa realidade.

¹⁴Ibidem, p. 30-33.

¹⁵ Ibidem, pp.34-35.

CAPÍTULO 2: DEFINIÇÕES E INSERÇÕES SISTEMÁTICAS

2.1. O Domínio Total Superveniente

Os grupos de sociedades são regulados, de forma geral, no Título VI do Código das Sociedades Comerciais Português (CSC). De acordo com a sistemática do código, só se pode falar em “grupo de sociedades” quanto às relações de grupo em sentido estrito, isto é, quando exista uma situação de domínio total – inicial ou superveniente –; quando haja sido celebrado um contrato de grupo paritário; ou quando entre duas sociedades exista um contrato de subordinação. Esses são, em bom rigor, os instrumentos jurídicos válidos para a criação de uma relação de grupo de direito ou em sentido estrito para efeitos do CSC.

Com efeito, apesar de ser necessária a configuração dos instrumentos mencionados acima para efeitos da aplicação das disposições legais correspondentes ao grupo societário propriamente dito, tornou-se trivial, em razão da ideologia da globalização, falar-se em “grupo de empresas” em relação a qualquer relação de domínio, seja de fato ou de direito¹⁶.

Não obstante a expressividade da tese de que um grupo de sociedades é, de forma geral, uma empresa “policorporativa” ou plurisubjetiva, a melhor doutrina¹⁷ entende que o grupo de sociedades (em sentido amplo, isto é, de direito ou de fato) não é, no mais das vezes, uma empresa em sentido objetivo ou subjetivo.

Deve-se atentar para o fato de que a tese da unidade empresarial do grupo anda muitas vezes associada à concepção de “interesse de grupo”. Tal compreensão não deve ser acolhida uma vez que mascara o sacrifício de interesses da sociedade subordinada ou totalmente dominada para com as sociedades diretoras ou totalmente dominantes.

Nesse sentido, mostra-se ilegítimo o emprego da expressão “interesse de grupo” para significar um interesse comum a todas as sociedades do grupo, como se o grupo fosse baseado em uma coordenação para fins comuns quando na verdade é uma subordinação para fins fundamentalmente unilaterais.¹⁸

¹⁶ ABREU, J. M. Coutinho de. *Curso de Direito Comercial*. Das Sociedades. Vol. II. 4ª Ed. Coimbra: Almedina, 2011, p. 203.

¹⁷ *Idem*, *Da Empresarialidade*. As Empresas no Direito. Coleção Teses. Coimbra: Almedina, 1999, p. 262.

¹⁸ Para minorar os prejuízos possíveis em razão dessa realidade, o CSC prevê a garantia de lucros para os sócios minoritários (art. 500º), assim como a responsabilidade das sociedades diretoras/dominantes para com os credores das subordinadas/dependentes (artigos 491º, 501º e 502º).

O art. 491º do CSC¹⁹ estabelece que o disposto quanto aos contratos de subordinação será aplicado aos grupos de sociedades constituídos por domínio total. Assim, conforme o art. 503º, n.º 1, do CSC²⁰, a partir da publicação da situação de fato, à sociedade dominante é reconhecido o direito de emitir instruções vinculantes à sociedade dominada.

Conforme elucida Leonardo Castelões:

Por domínio total superveniente, portanto, entende-se constituído um grupo de sociedades a partir do momento em que uma determinada sociedade, por si ou por intermédio de outras sociedades ou pessoas, vem a deter (e não através de uma subscrição originária) o domínio total de outra sociedade através da concentração de toda participação societária, salvo se a assembleia geral da sociedade totalmente dominante, não preferindo a manutenção da situação (de domínio total) existente, deliberar no sentido de dissolução da dominada, ou no sentido de alienação de suas quotas ou ações (art. 489º, n.ºs 1 e 2, do CSC)²¹.

Nos termos do art. 489º, n.º 2, do CSC, a deliberação sobre a situação de domínio total alcançada deverá ser tomada pela assembleia geral da sociedade dominante, que será convocada pelo órgão da administração dentro do prazo de seis meses a contar da data em que se tenha a concentração total da participação social da sociedade dominada.

Como observa Engrácia Antunes²², enquanto que no contrato de subordinação a sociedade diretora exerce um poder de direção circunscrito à gestão da sociedade subordinada, na relação de domínio total a sociedade totalmente dominante possui um poder virtualmente ilimitado e absoluto sobre todas as áreas do governo e atividade da sociedade totalmente dominada, isso porque a dominante é a única sócia da dominada, exercendo assim uma soberania nas atribuições da respectiva assembleia geral.

Contudo, a situação de unipessoalidade não torna redundante a atribuição do poder de direção do art. 503º do CSC, pois a vontade do sócio, mesmo único, não vincula o órgão de administração da sociedade, a não ser quanto a matérias afetas à assembleia geral²³.

¹⁹ Artigo 491º do CSC: “Remissão. Aos grupos constituídos por domínio total aplicam-se as disposições dos artigos 501º a 504º e as que por força destes forem aplicáveis.”

²⁰ Art. 503º, n.º 1, CSC, *in verbis*: “1. A partir da publicação do contrato de subordinação, a sociedade diretora tem o direito de dar à administração da sociedade subordinada instruções vinculantes.”

²¹ CASTELÕES, Leonardo. *Os grupos de sociedades: um estudo de direito comparado entre as leis societárias brasileira e portuguesa*. Dissertação de mestrado em Ciências Jurídico-Empresariais, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. 422 fls. Coimbra : [s.n.], 2004, p. 150.

²² ANTUNES, José A. Engrácia. *Os Grupos de Sociedade*. Estrutura e Organização da Empresa Plurissocietária. 2ª Edição. Coimbra: Almedina, 2002, p. 890.

²³ CASTELÕES, Leonardo, *op. cit.*, p. 178.

Feitas essas considerações sobre a situação de domínio total, convém esclarecer que as aquisições tendentes ao domínio total não se dão exclusivamente no contexto do direito dos grupos – afinal, muitos sistemas jurídicos sequer possuem regulamentação robusta sobre direito de grupos, como será abordado no estudo das experiências estrangeiras -, podendo se dar no âmbito do mercado aberto, em situações de domínio de fato.

Em Portugal, por exemplo, a figura da aquisição tendente ao domínio total é regulada por duas vias: um regime comum, contextualizado no âmbito do direito de grupos, consagrado no art. 490º do CSC, para as sociedades fechadas ao investimento ao público; e um regime especial, previsto nos arts. 194º e seguintes do Código de Valores Mobiliário português (CVM), privativo das sociedades abertas, no contexto de uma OPA. Esse regime especial determinado pela CVM pressupõe a ocorrência de uma situação de saída do mercado, relacionando-se tanto à esfera mobiliária em geral, quanto à problemática de uma situação de domínio.

2.2. A Aquisição Tendente ao Domínio Total: Concepção Preliminar

Como elucidado no capítulo anterior, a realidade econômica atual consubstancia-se em um ambiente elevada demanda verificados em escala global, o que significa que, para se deter poder em um cenário como esse, faz-se necessário o emprego de vastos recursos em vários aspectos da vida empresarial.

De acordo com Menezes Cordeiro²⁴, desde o princípio do século passado, a Ciência do Direito tem admitido a livre transmissão das empresas em termos simples e unitários. E essa transmissão pode ser efetivada por duas vias, a saber: a compra direta da empresa ou a compra de posições sociais da entidade detentora da empresa.

Nesse sentido, a aquisição tendente ao domínio total constitui-se como uma alternativa ao agente que pretende ganhar espaço frente ao mercado de grande escala. Assim, pode ser definida como uma técnica de concentração de capital cujo objetivo é a constituição de domínio total superveniente²⁵.

²⁴ MENEZES CORDEIRO, António. Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa. *Revista da Ordem dos Advogados*, n. 54, vol. III, 1994, pp. 761-777, p. 762.

²⁵ SILVA SÁ, Liliana da. A Contrapartida Patrimonial na Aquisição Tendente Ao Domínio Total. *Revista Julgar*, n. 9, 2009, p. 160.

Consoante conceitua Ana Felipe Morais Antunes²⁶, a aquisição tendente ao domínio total pode ser descrita como uma fase de um processo de reestruturação de determinadas empresas, respondendo às necessidades atuais de progressiva acumulação de capital social. Mais especificamente, a figura aqui em estudo constitui verdadeiro instrumento através do qual uma sociedade, potestativamente, pode adquirir a totalidade das participações sociais de uma empresa²⁷. De um modo geral, a doutrina relaciona a figura não apenas à proteção dos interesses de grupo em que a sociedade dominada se pode inserir, bem como à facilitação da apresentação de OPAs, mas também à proteção dos vultosos investimentos na sociedade pretendidos pelo sócio majoritário, para os quais não se espera o mesmo esforço por parte dos minoritários²⁸.

Nos países de língua inglesa, o procedimento de aquisição potestativa é conhecido por meio do uso de duas expressões: *squeeze-out* e *freeze-out*. Segundo o *Black's Law Dictionary*²⁹, o primeiro termo refere-se a uma ação cujo objetivo é eliminar ou reduzir os interesses da minoria em uma sociedade; já o segundo termo é definido como um processo, ocorrido geralmente em sociedades de capital fechado, através do qual os acionistas majoritários ou o órgão da administração oprimem os acionistas minoritários em um esforço para forçá-los a liquidar seus investimentos em condições favoráveis para os primeiros.

Da leitura das definições acima, pode-se perceber que existe uma tênue diferença entre os conceitos. Nos termos de McCahery³⁰, o *squeeze-out* compreende o direito (sob condições específicas) dos acionistas majoritários de forçar os minoritários a vender suas ações por um preço equitativo. Ressalte-se que, muitas vezes, esse procedimento resulta não apenas a redução, mas a total exclusão dos sócios minoritários.

No que se refere ao *freeze-out*, é certo que sua utilização visa sempre a eliminação de acionistas minoritários da sociedade. Logo, a diferença entre as dois termos reside no fato

²⁶ ANTUNES, Ana Felipa Morais. O Instituto da Aquisição Tendente ao Domínio Total (artigo 490º do CSC): um exemplo de uma “expropriação legal” dos direito minoritários?. *Nos 20 Anos do Código de Sociedades Comerciais*. Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco lobo Xavier. Coimbra: Coimbra editora, 2007, p. 13.

²⁷ PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egídio. A Aquisição tendente ao domínio total. Breves reflexões sobre o art. 490º do Código de Sociedades Comerciais. *O Direito*, n. IV, ano 140º, 2008, p. 928.

²⁸ CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª Ed. Coimbra: Almedina, 2011, p. 746.

²⁹ GARNER, Bryan A. (Editor chefe). *Black's law Dictionary*: inglês/inglês. Thonson Reuteurs: 2009, p. 1534 e pp. 737-738.

³⁰ McCAHERY, Joseph, et al. *The Economics of the Proposed European takeover Directive*. Reforming Company and Takeover Law in Europe. Editor: FERRARINI, Guido et al. Oxford: 2004, p. 635.

de que no *squeeze-out* não há necessariamente exclusão de acionistas da sociedade, podendo resultar simplesmente a perda de determinados interesses ou outros ganhos.

A esse respeito, Ana Rita Nascimento³¹ destaca que *freezeout* (expulsão) pode ser definido como a operação através da qual os sócios dominantes utilizam o seu poder majoritário para forçar os sócios titulares de pequenas participações a vender suas respectivas frações e sair da sociedade, enquanto o *squeeze out* (separação) possui objetivo semelhante ao anterior, mas utilizado de forma que o sócio majoritário procura induzir os minoritários a voluntariamente desinvestirem na sociedade.

Apesar da sutil diferença, os termos são utilizados frequentemente como sinônimos. A diversidade de vocábulos explica-se muito mais pela diferença entre linguagens de sistemas jurídicos distintos: *freeze-out* é um termo mais usado nos Estados Unidos, enquanto *squeeze-out* é mais usado na Europa³².

O direito inglês consagra, desde 1929, um direito de aquisição das participações minoritárias quando o um acionista majoritário atinja 90% das ações na sequência de uma oferta pública de aquisição³³. Com o passar dos anos, a figura ganhou novos contornos até chegar ao regime atual tratado nas seções 974 a 991 do *Companies Act*, diploma que prevê uma constituição simétrica entre o direito de aquisição do acionista majoritário (*buy-out right*) e um direito de alienação por parte dos minoritários (*sell-out right*). Embora o instituto não se limite às sociedades de capital público, a exigência de uma OPA antecedente para a constituição dos referidos direitos de aquisição e alienação potestativas estabelece uma conexão natural a esse tipo societário.

Paralelamente, no direito americano, desenvolveu-se um patrimônio bastante experiente em termos de operações de saída de mercado envolvendo a saída forçada dos acionistas minoritários. Contrariamente ao direito britânico, que exige a existência de uma OPA, no direito estadunidense essas operações baseiam-se em procedimento de fusões, que podem ser precedidas ou não por uma OPA. Assim, tratam-se, em verdade, de operações de

³¹NASCIMENTO, Ana Rita. Direitos dos sócios na aquisição tendente ao domínio total: pressupostos e concretização. *Revista de Direito das Sociedades*, n. 4, Ano III, 2011, p. 990.

³²VENTORUZZO, Marco. Freeze-out: Transcontinental Analysis and Reform Proposal. Bocconi University. PSU Dickinson School of Law and ECGI. *Virginia Journal of International Law*, Vol 50, No 4, 2010, pp. 53-57. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1505485>.

³³A esse respeito, ver: FRENCH, Dereck; MAYSON, Stephan; RYAN, Christopher. *Company Law*. 29ª Edição. Oxford: Oxford University Press, 2012, pp.243 e ss.

fusão entre o sócio majoritário - ou uma sociedade por este dominada - e a sociedade-alvo, através das quais os sócios remanescentes não recebem uma contrapartida em ações ordinárias da sociedade incorporante ou resultante da fusão, em vez disso, recebem uma contrapartida em dinheiro, valores mobiliários representativos da dívida ou ações remíveis. Assim, em função do tipo de contrapartida, fala-se respectivamente em: *cash mergers*, *debt mergers* e *redeemable preferred mergers*³⁴.

Desse modo, pode-se afirmar que as transmissões forçadas realizadas nos *freeze-outs*³⁵ não se originam da constituição de direitos potestativos, mas sim do funcionamento do regime de fusões, quando os efeitos jurídicos, além de repercutirem na posição social dos sócios remanescentes, os impedem de receber a contrapartida em participações sociais da sociedade incorporante ou resultante da fusão³⁶.

Ademais, os *freeze-outs* atingem tanto sociedades familiares quanto sociedades abertas ao mercado, com a diferença de que neste último caso há exigências mais densas no que se refere à informação exigida no processo, com maior intervenção da *Securities Exchange Commission* (SEC). Com efeito, a experiência americana, graças à intensa construção jurisprudencial, serviu de base para pontos importantes, tais como a necessidade de uma contrapartida justa e ao tratamento cuidadoso das informações, a fim de se evitar abusos³⁷.

Fato é que o aparecimento dessas figuras teve repercussões importantes na Europa. A pressão dos mercados e dos investidores internacionais – que já usufruíam desses tipos de soluções normativas - fez com que o instituto se propagasse para além da realidade anglo-saxônica. Assim, do mesmo modo como ocorreu quanto ao direito das OPAs e em matéria

³⁴ CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª Ed. Coimbra: Almedina, 2011, p. 746.

³⁵ O conceito de *Freeze-out* comporta outras modalidades, dentre as quais destacam-se: *dissolution freeze-outs*, que dizem respeito à dissolução iníqua do patrimônio social, a fim de transferir o cerne do patrimônio para o sócio majoritário; *sale-of-assets freeze-outs*, compreendendo as tomadas de sociedade por um sócio majoritário, recebendo os minoritários contrapartida em dinheiro ou em valores mobiliários representativos da dívida; *reverse stock split*, que consiste no aumento significativo do valor nominal das ações de forma que os minoritários tenham direito somente a uma fração de ações, reembolsada em dinheiro. Nesse sentido: CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª Ed. Coimbra: Almedina, 2011, p. 747.

³⁶ BRUDNEY, Victor; CHIRELSTEIN, Marvin. A Restatement of Corporate Freezeouts. *Yale Law School Legal Scholarship Repository*, Paper 4771, 1978, p. 1357. Disponível em: <http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4771?utm_source=digitalcommons.law.yale.edu%2Ffss_papers%2F4771&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages>.

³⁷ CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª Ed. Coimbra: Almedina, 2011, p. 749.

de governação societária, a Europa continental aproveitou-se principalmente da influência britânica, seguindo a regulamentação trazida no *Companies Act*³⁸.

Assim sendo, convém assinalar as algumas experiências estrangeiras do instituto, de modo a detectar as principais consonâncias e diferenças entre as soluções previstas para a aquisição potestativa nos diversos sistemas jurídicos.

CAPÍTULO 3: EXPERIÊNCIAS ESTRANGEIRAS

3.1. Estados Unidos da América

A experiência americana no plano das aquisições e vendas compulsivas revela uma enorme profusão de mecanismos jurídico-societários³⁹. Desse modo, concentrar-se-á a análise do direito americano nas duas principais leis relacionadas ao tema do presente estudo: o *William's Act*, no âmbito federal, e a Lei de *Delaware* sobre ofertas públicas, no âmbito estadual.

3.1.1 *William's Act*

O *William's Act*, promulgado em 1968, é a lei federal que regula aquisições hostis nos Estados Unidos. A partir dessa lei, estabeleceu-se as regras básicas para ofertas públicas nos Estados Unidos⁴⁰.

O principal objetivo da lei foi alcançar a neutralidade com relação aos adquirentes e gestores. Outra finalidade do diploma foi impedir a ocorrência de ofertas públicas baseadas num rigoroso sistema de ordem de chegada, o qual pressionava os acionistas a tomar uma rápida decisão sobre a possibilidade de oferecer suas ações⁴¹.

³⁸ *Ibidem*.

³⁹ ANTUNES, José A. Engrácia. *A Aquisição Tendente ao Domínio Total*. Da sua constitucionalidade. Coimbra: Coimbra editora, 2001, pp. 45-46.

⁴⁰ ZWECKER, Andrew. The EU Takeover Directive: eight years later, implementation but still no harmonization among Member States on acceptable takeover defenses. *Tulane Journal of International and Comparative Law*, Vol. 21, 2012, p. 235.

⁴¹ Segundo Andrew Zwecker, os proponentes da Lei pretendiam criar um plano de igualdade de condições entre os oferentes e as empresas-alvo, impedindo os primeiros de usar táticas de ofertas-relâmpago (*blitzkrieg tactics*) que eram comuns antes da vigência do ato. Contudo, de acordo com Zwecker, na realidade as novas regras beneficiam os administradores na medida em que conferiram mais tempo para planejar táticas defensivas contra uma oferta hostil. Cfr.: *Ibidem*, p. 236.

Para implementar os referidos objetivos, o *William's Act* trouxe disposições fundamentais, a saber: a exigência de divulgação por parte do proponente quanto às suas intenções e o estabelecimento de orientações sobre o procedimento para a realização de um oferta pública.

Nesse sentido, a seção 13 (d), que regula o mercado aberto de compra de ações, estabelece que se um adquirente obtiver uma participação superior a 5% de um título mobiliário registrado, deverá divulgar determinados dados, tais como a informação acerca de sua fonte de financiamento, o objetivo da aquisição, os planos e as mudanças pensados para a empresa-alvo (se houver), as atuais participações do adquirente, além de outras informações pertinentes⁴².

Além desses requisitos de divulgação, a seção 14 (d) confere também certas proteções aos acionistas de uma empresa-alvo, tais como⁴³: é permitido que esses acionistas retirem suas ações, enquanto a oferta permanecer em aberto; o oferente é obrigado a adquirir todas as ações pelo mesmo preço; o oferente não pode discriminar os acionistas de modo a favorecer alguns e excluir outros; e não é permitido realizar declarações falsas ou enganosas em uma OPA.

Não obstante a previsão desses direitos, o *William's Act* não regula a conduta do órgão de direção da sociedade-alvo no que concerne às possíveis medidas defensivas às OPAs.

De acordo com Zwecker⁴⁴, a posição do governo federal consistia em se manter neutro na disputa de interesses entre oferentes e administradores da empresa-alvo, priorizando a proteção dos investidores ao exigir níveis mínimos de transparência. Logo, o preenchimento dessa lacuna resta às legislações estaduais, e, dentre as quais a mais importante é a *Delaware Law*.

⁴²FERRARINI, Guido; MILLER, Geoffrey P. A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe. *Cornell International Law Journal*, Vol. 42, 2009, pp.304-305.

⁴³ZWECKER, *op. cit.*, p. 236.

⁴⁴ *Ibidem*, p. 237.

3.1.2. *Delaware Law*: Técnicas de *Freeze-out*

No que diz respeito ao direito societário no âmbito estadual, a Lei do Estado de *Delaware* é, sem dúvidas, a mais influente e proeminente dos Estados Unidos⁴⁵. Esse papel de destaque verifica-se não somente quanto à regulamentação societárias em geral, mas também no que concerne às aquisições tendentes ao domínio total especificamente.

Atualmente em *Delaware*, existem duas técnicas de *freeze-out*. A primeira é realizada em uma única etapa e ocorre por ocasião da aprovação pelos acionistas majoritários de uma oferta cujo preço oferecido aos acionistas minoritários seja pago apenas em dinheiro ou sob a forma de títulos não representativos de capital. Já a segunda⁴⁶ ocorre mediante duas etapas: realiza-se uma oferta pública de aquisição sobre todas as ações da empresa-alvo, com vistas a adquirir pelo menos 90% das ações em circulação, em seguida, realiza-se a aquisição em dinheiro⁴⁷.

Além disso, de acordo com a lei de *Delaware*, quando uma sociedade adquire mais de 90% das ações em circulação da empresa-alvo, a decisão sobre o *freeze-out* compete ao órgão de direção da sociedade adquirente.

3.2. União Europeia

3.2.1. Projeto da 9ª Directiva Relativa aos Grupos de Sociedades

Em que pese às aquisições tendentes ao domínio total ocorridas no âmbito do direito de grupos, importa tratar sobre o Projeto da 9ª Directiva (Direito Comunitário), datado de 1984.

⁴⁵ Zwecker ressalta que, segundo a Divisão de Corporações de *Delaware*, mais de 850.000 companhias foram incorporadas em *Delaware*, o que inclui 50% de toda as companhias de capital aberto dos Estados Unidos e 63% das empresas do Fortune 500. Cfr.: ZWECKER, Andrew, *op. cit.*, p. 238.

⁴⁶ Um caso famoso desse tipo de *freeze-out* é o *Weinberger vs UOP*, onde restou estabelecido que as transações que não fossem realizadas de forma livre, em condições normais de mercado, deveriam ser submetidas a um padrão de justiça de revisão judicial, que deve ser apreciado segundo uma negociação e preço justos. Para se alcançar esse fim, a Corte sugeriu que a empresa formasse um comitê especial com administradores independentes, encarregados de conduzir as negociações de forma equitativa. Cfr.: BABAK, Anton. *Adoption of Squeeze-Out and Sell-Out Rights of Shareholders in Ukraine on The Basis of a Comparison Of EU, Germany And USA*. (LL. M. Short Thesis) Budapeste: Central European University, 2012, p. 20.

⁴⁷ *Ibidem*, p. 19.

Embora seu texto nunca tenha passado do estado de projeto⁴⁸, deve-se mencionar algumas importantes normas trazidas em seu bojo⁴⁹ para o presente estudo relativo às aquisições potestativas.

O art. 33º estabelece que, quando uma empresa detenha, imediata ou mediatamente, 90% ou mais do capital de uma sociedade, ela pode emitir, perante o órgão de direção da sociedade, uma declaração unilateral de constituição de um grupo. E, quando existam acionistas livres, a declaração contém a aquisição potestativa de suas ações, fixando também as condições aplicáveis⁵⁰.

Ademais, o art. 39º do projeto prevê que quando uma empresa detiver 90% ou mais do capital de uma sociedade, cada acionista livre pode exigir da empresa a aquisição de suas ações contra dinheiro⁵¹. O pedido do acionista deverá ser dirigido à sociedade, que, por sua vez, o retransmitirá à empresa, a qual fica obrigada a realizar uma proposta dentro de um prazo razoável⁵².

3.2.2. Directiva 2004/25/CE Relativa às Ofertas Públicas de Aquisição

Os trabalhos da União Europeia para a regulamentação das aquisições e vendas potestativas no contexto de uma OPA iniciaram-se em 1974 com o relatório preparado pelo Professor Pennington⁵³, encarregado pela Comissão Europeia a criar o projeto de Directiva⁵⁴. Contudo, somente em 2004 entrou em vigor a Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às ofertas públicas de aquisição⁵⁵.

A Directiva representa o compromisso entre os Estados-membros na definição de um enquadramento conjunto aplicável “às ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários de sociedades sujeitas à legislação dos Estados-Membros, no todo ou em parte,

⁴⁸ CORDEIRO, António Menezes. *Direito Europeu da Sociedades*. Coimbra: Almedina, 2005, p. 751.

⁴⁹ *Idem*. Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total (art. 490º, n.º3, do Código de Sociedades Comerciais). *Boletim do Ministério de Justiça*, N.º480, novembro, Ano 1998, p. 19.

⁵⁰ Cfr. Art. 33º, n.º. 1 do Projecto da 9ª Directriz relativa aos Grupos de Sociedades.

⁵¹ NASCIMENTO, Ana Rita. Direitos dos sócios na aquisição tendente ao domínio total: pressupostos e concretização. *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III (2011), N.º4, pp. 991-992.

⁵² Cfr. Art. 39º do Projecto da 9ª Directriz relativa aos Grupos de Sociedades.

⁵³ CORDEIRO, António Menezes. *Direito Europeu da Sociedades*. Coimbra: Almedina, 2005, p. 515.

⁵⁴ BABAK, Anton, *op. cit.*, p. 12.

⁵⁵ Directiva 2004/25/CE.

admitidos à negociação num mercado regulamentado, na acepção da Directiva 93/22/CEE, em um ou vários Estados-membros⁵⁶”

Nesse sentido, analisar-se-ão as principais disposições da Directiva, mediante uma abordagem genérica, e, posteriormente, examinar-se-á o tratamento conferido pela mesma às aquisições potestativas.

a) Fundamentos

Mike Burkart e Fausto Panunzi⁵⁷ apontam alguns argumentos para a existência do direito de aquisição potestativas, aduzidos nos trabalhos do projeto da Directiva Europeia sobre ofertas públicas de aquisição⁵⁸.

O primeiro argumento corresponde à alegação de que a proteção contínua de direitos de um pequeno grupo impõe um elevado e desproporcional custo ao acionista majoritário. Isso porque a manutenção da presença de minoritários requer uma infraestrutura necessária a permitir o exercício de seus direitos (como, por exemplo, o direito de convocação da assembleia geral e o de divulgação de informações).

Outro argumento determinante refere-se ao fato de que os acionistas minoritários podem utilizar seus direitos para ameaçar os planos do acionista majoritário com o único propósito de extorquir concessões indevidas. Isto é, a aquisição potestativa pode resolver problemas de abuso da minoria.

Ademais, segundo os referidos autores, o acionista majoritário não consegue integrar complementemente a firma adquirida, com as atividades e organizações planejadas. Em outras palavras, não pode o mesmo explorar todas sinergias da firma adquirida enquanto não detiver 100% das respectivas participações.

⁵⁶ Art. 1º, n. 1 da Directiva 2004/25/CE, *in verbis*: “A presente directiva estabelece as medidas de coordenação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas, dos códigos de conduta e outros normativos dos Estados-Membros, incluindo os normativos estabelecidos por organismos oficialmente habilitados a regular os mercados (em seguida denominadas «regras»), 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, na acepção da Directiva 93/22/CEE, em um ou vários Estados-Membros (em seguida denominado «mercado regulamentado»)”.

⁵⁷ BURKART, Mike; PANUZI, Fausto. *Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out*. In: : FERRARINI, Guido; et al (Org.). *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford: 2004, pp. 754-756.

⁵⁸ Relatório do Grupo de Alto Nível de peritos no domínio do direito das sociedades sobre questões ligadas à OPA. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322&download=yes>.

Além do mais, defende-se que a regra da aquisição potestativa torna as ofertas mais atrativas uma vez que a propriedade de 100% das ações possui um valor mais alto aos oferentes do que a propriedade de uma larga porção maioritária de 90%, por exemplo. Caso o oferente adquira esses 90% na sequência de uma OPA, para adquirir os 10% remanescentes, ele provavelmente oferecerá um preço mais alto do que o oferecido na primeira proposta.

b) Panorama Geral da Directiva 2004/25/CE

De acordo com Ferrarini e Miller⁵⁹, as regras adotadas no âmbito da União Europeia assumem uma posição relativamente neutra no que diz respeito aos interesses dos proponentes e das sociedades visadas, tendo em vista que o poder político de ambos os lados tende a ser relativamente igual considerando a ampla abrangência geográfica.

Em termos gerais, pode-se afirmar que a Directiva equipara-se ao *William's Act* americano em alguns aspectos, tais como: exige-se que os oferentes anunciem suas propostas o mais rápido possível e informem às autoridades de supervisão; todos os titulares de valores mobiliários devem ser tratados igualmente em procedimentos de ofertas públicas de aquisição; a oferta deve ser dirigida aos acionistas minoritários a um preço equitativo, entendido como o mais alto preço pago pelo oferente durante um período determinado pelo Estado-membro (não inferior a seis e não superior a doze meses); os titulares de valores mobiliários da sociedade visada devem dispor de tempo e informações suficientes para poderem tomar uma decisão sobre a oferta com pleno conhecimento de causa; deve-se assegurar divulgações apropriadas de forma a garantir a transparência e a integridade dos mercados. Além disso, a fim de exercerem suas funções de modo satisfatório, as autoridades de supervisão estão habilitadas a obter informações relevantes dos oferentes.

Em contrapartida, no que tange à proteção dos acionistas, a Directiva vai além da legislação americana correspondente em três pontos-chave. O primeiro diz respeito à regra da oferta obrigatória⁶⁰: a Directiva instrui os Estados-membros a exigir que, na sequência de

⁵⁹ FERRARINI, Guido; MILLER, Geoffrey P. *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*. In: Cornell International Law Journal. Vol. 42, 2009, pp. 301-334, p.312.

⁶⁰ Cfr. art. 5.º, n.1 da Directiva 2004/25/CE.

uma aquisição de controle de uma sociedade, a empresa adquirente realize uma oferta a todos titulares de valores mobiliários dessa sociedade, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo⁶¹.

Consoante afirmam Ferrarini e Miller⁶², a oferta obrigatória parece apresentar dois propósitos principais: em primeiro lugar, pretende-se negar poder aos acionistas controladores para vender os benefícios privados de controle a outra parte; já o segundo objetivo consiste em proteger os acionistas minoritários, na sequência de uma OPA, fornecendo um mecanismo de escape para aqueles que não querem ser acionistas minoritários de uma sociedade controlada.

Apesar de alguns críticos argumentarem que a regra de oferta obrigatória pode resultar em um aumento do preço das aquisições - em vez de efetivamente proteger os interesses minoritários- , ou mesmo que a regra impede a reafetação dos bens de produção para usos mais eficientes, a estratégia é popular na Europa e foi amplamente adotada nos Estados-membros, mesmo antes da Directiva. Assim, a exigência assemelha-se ao *William's Act* ao determinar que todos os acionistas devem ser tratados de forma igual e que todos devem receber o mesmo preço para as ações ofertadas. No entanto, a Directiva ultrapassa a lei americana ao exigir que o oferente faça uma oferta a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações.

Uma segunda diferença fundamental entre o regime europeu e o americano consiste no fato de que a Directiva assegura uma posição de neutralidade do órgão de administração durante o processo de aquisição. Especificamente, a Directiva prevê que o conselho de administração deve obter a aprovação prévia da assembleia de acionistas antes de adotar mecanismos de defesa pós-oferta⁶³. Em contrapartida, a legislação americana oferece em alguns estados um alto grau de proteção contra aquisições hostis.

A Directiva não é tão protetiva, exigindo que o órgão da administração aja no melhor interesse da empresa, sendo proibido que o mesmo realize ações que efetivamente fariam negar aos titulares a oportunidade de decidir sobre os méritos de uma oferta⁶⁴. Mais

⁶¹ ZWECKER, Andrew, *op. cit.*, p.244.

⁶² FERRARINI, Guido; MILLER, Geoffrey P. A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe. *Cornell International Law Journal*. Vol. 42, 2009, p.312.

⁶³ Cfr. Art. 9º, n.º 2 da Directiva 2004/25/CE.

⁶⁴ Cfr. Art. 3º, n.º 1, (c) da Directiva 2004/25/CE.

do que isso, a Directiva estabelece que o órgão dos acionistas da empresa-alvo obtenha a autorização prévia da assembleia geral de acionistas antes de tomar qualquer ação que não faça parte do curso normal de negócios, mas que possa resultar em frustração da oferta⁶⁵.

O terceiro ponto-chave que merece destaque está no art. 11º da Directiva, que prevê restrições a uma variedade de estratégias corporativas que podem ser usadas para impedir ofertas públicas de aquisição, como *poison pills* ou o uso de ações de classe dupla para conferir direitos de controle⁶⁶. Por exemplo, se existem restrições quanto à transferência de ações (tais como acordos irrevogáveis relativos a direitos de preferência), essas disposições serão consideradas inaplicáveis durante o período de oferta.

Além disso, as restrições ao direito de voto não são aplicáveis e os valores mobiliários com voto plural têm um único voto na assembleia geral de acionistas que decidir sobre eventuais medidas de defesa. Outrossim, se um concorrente adquiriu um total de 75% das ações votantes, ele poderá dispor do direito de convocar uma assembleia-geral de acionistas a curto prazo, na condição de esta assembleia não ocorrer num prazo inferior a duas semanas após a sua convocação.

Há que se ressaltar que a inserção dos artigos 9º e 11º, ocorrida em 2002, ainda na proposta de Directiva, apresentou como resultado fortes objeções, levantadas principalmente pela delegação alemã. Como resultado dessas controvérsias, os Estados-Membros chegaram a um acordo conhecido como “Compromisso Português”⁶⁷, através do qual as regras em questão seriam aplicadas de modo opcional⁶⁸, conferindo aos Estados-Membros a capacidade de optar⁶⁹ pela aplicação de um ou ambos artigos⁷⁰.

Não obstante, se os Estados-Membros optarem por uma ou ambas as regras, devem dar às sociedades com sede social nos respectivos territórios a oportunidade (reversível) de optar ou não pelas mesmas regras (uma decisão que deve ser feita pela assembleia geral de acionistas)⁷¹.

⁶⁵ Cfr. Art 9º, nº.2 da Directiva 2004/25/CE.

⁶⁶ ZWECKER, Andrew, *op. cit.*, p. 243.

⁶⁷ SIMPSON, Scott V.; CORTE, Lorenzo. EU Directive Fails To Harmonize Takeovers. *International Financial Law Review*. (Apr. 5), 2005. Disponível em: <<http://www.iflr.com/Article/2027907/European-overview-EU-Directive-fails-to-harmonize-takeovers.html>>.

⁶⁸ Cfr. Art. 12º, nº.1 da Directiva 2004/25/CE.

⁶⁹ CORDEIRO, António Menezes. *Direito Europeu da Sociedades*. Coimbra: Almedina, 2005, p. 515

⁷⁰ ZWECKER, Andrew, *op. cit.*, p. 244.

⁷¹ Cfr. Art. 12, nº.2 da Directiva 2004/25/CE.

Além disso, o Compromisso Português estabeleceu a regra da reciprocidade⁷², segundo a qual os Estados-Membros podem dispensar as sociedades que apliquem os artigos 9º e 11º de não os aplicar caso sejam alvo de uma oferta lançada por uma sociedade que não aplique os referidos artigos ou por uma sociedade controlada, direta ou indiretamente, por uma dessas sociedades.

A principal crítica realizada ao regime facultativo e à regra da reciprocidade é que o objetivo harmonizador da Directiva acaba enfraquecido na medida em que os requisitos previstos transformam-se em “recomendações”.

c) Aquisição Potestativa

Como a Directiva diz respeito às ofertas públicas de aquisição, a regulamentação quanto às aquisições potestativas limita-se àquelas ocorridas na sequência de OPA⁷³.

Nesse contexto, os Estados-Membros devem garantir o direito de aquisição potestativa do oferente em uma das seguintes situações: quando o oferente detenha valores mobiliários que correspondam a pelo menos 90% do capital com direito de voto e 90% dos direitos de voto da sociedade visada⁷⁴; ou quando o oferente tenha celebrado um contrato firme para a aquisição, na sequência da aceitação da oferta, de valores mobiliários correspondentes a pelo menos 90% do capital da sociedade visada com direito de voto e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta⁷⁵.

Quanto ao prazo para exercício desse direito, a Directiva prevê que o oferente pode exercer seu direito de aquisição potestativa no prazo de 3 meses, contado do termo do prazo de aceitação da oferta⁷⁶.

No que concerne ao preço de aquisição das ações remanescentes, presume-se justa a contrapartida oferecida no âmbito de uma oferta pública de aquisição geral e voluntária, se o oferente tiver adquirido, em resultado da aceitação da mencionada oferta, pelo menos 90% das ações representativas do capital social com direitos de voto por ela abrangidos. E, na

⁷² ZWECKER, Andrew, *op. cit.*, p.244.

⁷³ Cfr. Art. 15º, nº. 1 da Directiva 2004/25/CE.

⁷⁴ Nessa hipótese, os Estados-Membros podem estabelecer um limiar mais elevado, mas nunca superior a 95 % do capital com direito de voto e 95 % dos direitos de voto.

⁷⁵ Cfr. Art 15º, nº. 2 da Directiva 2004/25/CE.

⁷⁶ *Idem*, nº. 4.

sequência de uma oferta pública obrigatória, presume-se que a contrapartida da referida oferta corresponda ao preço justo⁷⁷.

Ressalte-se, ainda, que a Directiva prevê também o correlacionado direito dos acionistas minoritários à venda potestativa⁷⁸ das ações remanescentes nas mesmas hipóteses conferidas para o exercício da aquisição potestativa.

3.2.3. Quadro Normativo de Estados-membros da U. E.

a) Reino Unido

O Reino Unido prevê o instituto da aquisição hostil na sequência de uma oferta pública de aquisição desde o *Companies Act* de 1929⁷⁹, tendo sido uma das regulamentações sobre o tema que mais influenciaram outros países.

Recentemente, o governo britânico manifestou intenção de transpor as orientações da Directiva europeia relativa às ofertas públicas de aquisição na *Companies Bill*. Todavia, devido aos atrasos para a promulgação desse diploma, as mudanças exigidas pela referida Directiva foram implementadas através do Regulamento de 2006 (Implementação Provisória), até a promulgação final da Lei de Reforma⁸⁰.

Assim, até abril de 2007, data em que a Parte 28 da *Companies Act* entrou em vigor, havia um regime de via dupla: as ofertas enquadradas no âmbito da Directiva eram determinadas pelo regulamento provisório de 2006; já as ofertas e outras transações fora do âmbito da Directiva continuavam regidas pelos s.428-430D do *Companies Act* de 1985.

Em abril de 2007, o regulamento provisório e as seções 428-430 F do *Companies Act* de 1985 foram revogados, e as aquisições de todas as empresas do Reino Unido passaram

⁷⁷ Idem, n.º.5.

⁷⁸ Art. 16º da Directiva 2004/25/CE.

⁷⁹ MACINTOSH, Jeffrey G. Minority Shareholder Rights in Canada and England: 1860-1987. *Osgoode Hall Law Journal*, Vol. 27, No. 3, 1989, p. 572.

⁸⁰ ELST, Christoph Van Der; STEEN, Lientje Van Den. Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights. *European Company and Financial Law Review*. N. 393. Dez, 2009, 4a Ed, Volume 6, p. 397.

a ser reguladas pela Parte 28 do *Companies Act* de 2006, cujo capítulo 3 (s. 974 e ss.) dispõe sobre aquisições e resgates potestativos seguidos de uma oferta pública de aquisição⁸¹.

A s. 979⁸² estabelece as regras para o procedimento de aquisição tendente ao domínio total (*squeeze-out*). No caso em que a OPA não se direcionar a ações de classes diferentes, se um oferente passar a deter, em virtude da aceitação da oferta, pelo menos 90% no valor das ações a que a oferta se refere, e, se essas ações forem com direito a voto, o oferente possuir pelo menos 90% dos direitos de voto, ele poderá notificar ao titular de quaisquer ações remanescentes sua intenção de aquisição.

De igual modo, no caso da oferta ser destinada a ações de classes diferentes, se o oferente possuir, em virtude da aceitação da oferta, pelo menos 90 % do valor das ações de qualquer classe para qual a oferta foi dirigida, e, no caso das ações dessa classe serem com direito a voto, se o oferente detiver pelo menos 90% dos direitos de voto, ele poderá notificar ao titular de quaisquer ações remanescentes da referida classe sua intenção de aquisição.

A lei inglesa prevê igualmente o direito potestativo, a favor dos sócios minoritários, de alienação de suas ações. Assim, caso os oferentes não usufruam do direito potestativo de aquisição, os acionistas minoritários poderão exigir a aquisição mediante procedimento análogo⁸³.

Esse direito de resgate obrigatório dos acionistas minoritários - contra o acionista majoritário que detenha mais de 90% do valor das ações votantes, com pelo menos 90% dos direitos de voto – foi introduzido em 1986 e está previsto atualmente nas seções 983 e seguintes do *Companies Act* de 2006.

Por fim, o Reino Unido é o único Estado onde os procedimentos de aquisição e venda obrigatórias são totalmente integrados ao sistema atual europeu. No entanto, o Reino Unido é também o único Estado onde os referidos procedimentos estão exclusivamente

⁸¹A definição de oferta pública de aquisição está prevista na s. 974, que assim dispõe: uma oferta com vistas a adquirir todas as ações de uma empresa, ou todas as ações de uma ou mais classes de títulos, com exceção daquelas que, na data da oferta, já foram realizadas pelo oferente.(tradução livre). *Ibidem*, p. 397.

⁸² Cfr: Part 28, Chapter 3, s. 979, n 1 a 4 do *Companies Act*.

⁸³ NASCIMENTO, Ana Rita. Direitos dos sócios na aquisição tendente ao domínio total: pressupostos e concretização. *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III (2011), N.º4, pp. 989.

relacionadas a uma oferta pública de aquisição - embora definido nos termos da seção 974 do *Companies Act*.

b) França

A evolução legislativa das aquisições tendentes ao domínio total na França⁸⁴ ocorreu em diferentes etapas. Já em meados dos anos 80, a Comissão de Operações da Bolsa (COB) – extinta autoridade de supervisão francesa reconheceu o direito dos acionistas minoritários de vender suas ações quando uma sociedade limitada se transformasse em sociedade em comandita por ações (*société en commandite*).

Em 1989, o regulamento sobre aquisições previu o direito de recurso dos acionistas minoritários à autoridade de supervisão com vistas a forçar o acionista majoritário a lançar uma oferta de aquisição - *offre publique de retrait* (OPR)-, objetivando o fechamento de capital da empresa. Assim, interposto o recurso, a autoridade supervisora - a chamada *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) - julga se o pedido é cabível.

Em contraposição ao direito de venda dos sócios minoritários, há também o direito do proponente de realizar uma OPR. Contudo, esse direito não obrigava os acionistas minoritários a vender suas ações. Essa lacuna só foi preenchida em 1993 com a introdução do instituto da aquisição forçada, a denominada *retrait obligatoire*, cuja execução depende de uma oferta pública preliminar, a qual deve necessariamente ser desencadeada pela realização de 95% das ações com direitos de voto. Essa primeira previsão era regulamentada pelos artigos L433 -4, II do Código Monetário e Financeiro (*Code Monétaire et Financier*) e 237-1 e seguintes do Regulamento Geral da AMF⁸⁵.

Uma nova regulamentação⁸⁶ para o instituto foi aprovada em 31 de março de 2006, com a chamada lei relativa às ofertas públicas de aquisição (*Loi relative aux offres publiques d'acquisition*), em conformidade com a Directiva Europeia de 2004 sobre o assunto.

⁸⁴ ELST, Christoph Van Der; STEEN, Lientje Van Den, *op. cit.*, pp. 395-396.

⁸⁵ D'ERRICO, Helene. La transposition des articles 15 et 16 (Retrait et Rachat Obligatoire)- directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 sur les offres publiques d'acquisition en droit français et en droit allemand. *Les blogs pédagogiques de l'Université Paris Ouest*. Disponível em: <<http://blogs.u-paris10.fr/content/la-transposition-des-articles-15-et-16-retrait-et-rachat-obligatoire-directive-200425ce-du-2>>

⁸⁶ Ressalte-se que essa lei foi aprovada no contexto político e econômico de descontentamento e de revolta em torno da aquisição da Danone pela PepsiCo. Cfr.: ELST, Christoph Van Der; STEEN, Lientje Van Den, *op. cit.*, p. 396.

Diferentemente da primeira previsão, o diploma de 2006 previu a possibilidade de aquisição potestativa seguida de qualquer tipo de oferta pública de aquisição. Para tal, foi acrescentado o artigo 433-4, parágrafo III do Código Monetário e Financeiro no Regulamento Geral da AMF, cuja redação, de modo geral, dispõe que o referido regulamento estabelecerá as condições para a transferência aos acionistas majoritários, e a pedido destes, de ações minoritárias que representem até 5% do capital social ou dos direitos de voto, depois da realização de qualquer tipo de oferta pública de aquisição.

Não obstante, no que concerne ao correlativo direito de venda potestativa de ações, a AMF, em seu relatório anual de 2007, sustenta que o procedimento de venda obrigatória previsto na directiva 2004/25/EC não possui equivalente no direito francês. Assim, o procedimento previsto antes da Directiva continua vigendo: o acionista minoritário poderá recorrer à AMF a fim de obrigar o acionista majoritário a realizar uma OPA.

Logo, uma vez atendidas as condições para a venda obrigatória de ações estabelecidas na Directiva europeia, a AMF deverá necessariamente deferir o pedido do acionista minoritário. Assim como ocorre com a OPA, que pode ser lançada assim que o acionista controlador detenha 95% dos votos, a legislação francesa não exige que o acionista majoritário detenha 95% do capital com direito a voto para que os minoritários exerçam seu direito de venda forçada.

c) Alemanha

O primeiro tipo de aquisição tendente ao domínio total previsto na Alemanha insere-se no contexto de aquisição corporativa. A figura da “integração” ou “anexação”⁸⁷ (*Eingliederung*) está prevista no artigo §327a - f do *Aktiengesetz* (AktG.), a lei alemã relativa às Sociedades por Ações, que estabelece o direito de aquisição obrigatória para os acionistas que possuam, pelo menos, 95% por cento do capital social. Um aspecto peculiar desse procedimento é a exigência de deliberação dos acionistas para a aprovação da integração.

Além da previsão dessa aquisição “corporativa”, há ainda o regime de introduzido pela *Obernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz*, lei de 8 de julho de 2006 responsável pela

⁸⁷ NASCIMENTO, Ana Rita. Direitos dos sócios na aquisição tendente ao domínio total: pressupostos e concretização. *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III (2011), N.º4, pp. 990.

implementação da Directiva europeia⁸⁸. O diploma acrescentou o artigo §39a no *Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz* (WpUG), a lei alemã de ofertas públicas de aquisição.

Assim, na sequência de uma oferta obrigatória ou de uma OPA que vise a aquisição de controle, de acordo com a lei alemã (WpUG), se o oferente detiver pelo menos 95% do capital votante e dos direitos de voto da companhia alvo, possuirá, durante os três meses após a realização da oferta, o direito de adquirir as ações com direito a voto remanescentes por um preço justo.

Além disso, se o proponente também detiver pelo menos 95% do capital social da empresa, poderá adquirir as ações remanescentes preferenciais sem direito de voto (*Ausschluss*). É interessante destacar que esse tipo de aquisição potestativa não requer deliberação dos acionistas⁸⁹.

Outrossim, ressalta-se que o *Übernahme Richtlinie-Umsetzungsgesetz* também introduziu o correspondente procedimento de venda potestativa (*Andienungsrecht*) no §39c do WpUG.

d) Holanda

O direito à aquisição tendente ao domínio total foi introduzido na legislação societária holandesa em 1988, abrangendo tanto sociedades de capital aberto quanto fechado. Para o exercício desse direito, era necessário a detenção por parte do acionista majoritário de, pelo menos, 95% do capital subscrito⁹⁰.

Posteriormente, em 24 de maio de 2007, a Holanda implementou a Directiva de 2004 através de uma lei que introduziu, no S. 2:359, c, e 2:359, d, do Código Civil holandês, as figuras de aquisição e de resgate potestativos seguidos de oferta de aquisição. Esses direitos podem ser invocados contra ou a favor, respectivamente, de um acionista que detenha pelo menos 95% do capital subscrito, desde que este represente pelo menos 95% dos direitos de voto.

⁸⁸ ELST, Christoph Van Der; STEEN, Lientje Van Den, *op. cit.* p. 398.

⁸⁹ *Ibidem*, p. 398.

⁹⁰ *Ibidem*.

e) Bélgica

A Bélgica introduziu o procedimento de aquisição potestativa de participações em 1995, o qual foi modificado mais recentemente em 2007 a fim de dar cumprimento à Directiva Europeia sobre ofertas públicas de aquisição. Segundo Christoph Van Der Elst e Lientje Van Den Steen⁹¹, atualmente coexistem no sistema jurídico belga três tipos de procedimentos de aquisição forçada, sendo dois no âmbito do direito de grupos e um relacionado ao lançamento de uma OPA.

Nesse sentido, o artigo 513 do Código das Sociedades belga regulamenta a aquisição potestativa no âmbito corporativo, isto é, aquela que não se segue de uma OPA anterior. O parágrafo 1º descreve o procedimento de aquisição das ações remanescentes da sociedade. Além disso, o Decreto Real de 27 de Abril de 2007 sobre aquisições potestativas fornece os detalhes desse procedimento, alinhado-o, assim, ao regime previsto na nova lei sobre as ofertas públicas de aquisição.

O segundo tipo previsto no sistema belga encontra-se no parágrafo 2º do artigo 513 do Código de Sociedades, o qual versa sobre a aquisição potestativa de ações no plano das empresas privadas.

No tocante às ofertas públicas de aquisição, a lei sobre Ofertas Públicas de Aquisição de 1º de Abril de 2007 transpõe as regras sobre aquisição e vendas potestativas da Directiva europeia de 2004 para o direito belga.

As aquisições voluntárias ou forçadas através de ofertas públicas de aquisição estão previstas nos artigos 42 e 43 do Decreto Real sobre aquisições de 21 de abril de 2007. Ressalte-se, ainda, que o direito de venda potestativa recentemente inserido no direito belga pelo mesmo decreto só é aplicável na sequência de uma aquisição por OPA.

f) Itália

Na Itália, a implementação da Directiva 2004/25/CE se deu em 13 de dezembro de 2007, com a promulgação do Decreto Legislativo nº 229, que alterou o Decreto Legislativo nº 59 de 1998 (*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*).

⁹¹ *Ibidem*, p. 394.

O direito à aquisição potestativa está prevista no artigo 111 do Decreto n.º 59. Nos termos do referido artigo, qualquer concorrente que detenha, na sequência de uma oferta pública de aquisição lançada sobre a totalidade das ações da empresa-alvo, uma participação de pelo menos 95% do capital votante da sociedade visada, tem o direito de adquirir todas as ações remanescentes dentro de um período de três meses após a data-limite de aceitação de oferta, desde que o licitante tenha declarado a sua intenção de aquisição no documento da oferta⁹². E, em havendo mais de uma classe de ações, esse direito de aquisição potestativo poderá ser exercido apenas com relação às classes de títulos para os quais a oferta tenha se destinado.

Ademais, satisfazendo os mencionados requisitos os acionistas minoritários também poderão exercer o equivalente direito de venda potestativa.

3.3. Brasil

No Brasil, a Lei 10.303/01 trouxe alterações importantes para o regime legal das sociedades por ações, dentre as quais encontra-se a nova redação atribuída ao art. 4º da Lei de Sociedades por Ações (Lei n.º 6.404/76). A nova redação do referido dispositivo inseriu a figura da aquisição potestativa de ações no contexto da realização de oferta pública de aquisição, objetivando o fechamento de capital de uma companhia anteriormente listada na Bolsa ou regulada no mercado de Balcão brasileiro⁹³.

Segundo Modesto Carvalhosa⁹⁴, a disciplina do cancelamento do registro de companhia aberta foi um dos pontos mais controversos da reforma de 2001, tendo em vista que as normas que tratam da questão foram redigidas como se fossem regulamentares, desencadeando enormes problemas na sua aplicação aos casos concretos.

Da leitura do *caput* do art. 4º da Lei 6.404/76⁹⁵, depreende-se que, por definição, toda companhia aberta deverá ser registrada na Comissão de Valores Mobiliários do Brasil

⁹² STORCHI, Maria Cristina. Public mergers and acquisitions in Italy: overview. *Practical Law: a Thomson Reuters Legal Solution*, Nov. 2015. Disponível em: < <http://uk.practicallaw.com/9-502-1314#null>>.

⁹³ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRICK, Nelson. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002, pp. 42-43.

⁹⁴ *Idem*. *Comentários à lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 68.

⁹⁵ Nos termos no art. 4º, *in verbis*: “Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.” (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).

(CVM-B), podendo esta agência estabelecer requisitos diferenciados para o deferimento do registro. Desse modo, o instituto também é regulado pela Portaria nº. 361/2002 da CVM-B, mesmo regulamento que rege as ofertas públicas obrigatórias e voluntárias de valores mobiliários no Brasil.

A principal crítica a essa previsão refere-se ao fato de que a decisão sobre a abertura ou fechamento de capital de uma companhia é de caráter eminentemente privado, cabendo unicamente aos acionistas controladores decidir sobre a questão, e não ao Estado. Nesse sentido, a CVM-B, como agência reguladora do mercado de capitais, não poderia ter o condão de intervir ou opinar sobre o mérito da decisão empresarial de fechamento de capitais⁹⁶.

Com efeito, a função pública na regulamentação do mercado de capitais é a de promover a ampla transparência de informações com vistas a bem informar os investidores

§ 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 3º A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 5º Terminado o prazo da oferta pública fixado na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, se remanescerem em circulação menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia, a assembleia geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o § 4º, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate, não se aplicando, nesse caso, o disposto no § 6º do art. 44. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

⁹⁶ Modesto Carvalhosa defende especialmente a inconstitucionalidade do art. 11 da Instrução 361/2002 da CVM-B, com base no argumento de que, o referido dispositivo, ao regulamentar os procedimentos de publicidade da OPA para fins de cancelamento de registro, constitui nítida invasão de competência legislativa por parte da CVM-B, afrontando de forma clara o princípio da legalidade, consagrado no art. 5º da Constituição Federal de 1988, bem como os princípios da moralidade e probidade administrativa do art. 37 da Lei Maior. Cfr.: CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 36.

sobre suas aplicações financeiras no mercado de capitais. Ultrapassado esse objetivo, uma regulação substantiva pode gerar demasiados problemas, principalmente devida à dificuldade de controle *a posteriori* em face de estar em causa um amplo espaço de atuação do poder discricionário.

De acordo com Modesto Carvalhosa e Nelso Eizirick⁹⁷, a principal vantagem para manutenção do *status* de companhia aberta consiste na liquidez dos valores mobiliários. Contudo, a condição de companhia aberta implica uma série de custos para a empresa, e, em razão da reduzida dimensão do mercado de capitais brasileiro, bem como do processo de abertura da economia brasileira ao capital estrangeiro, diversas companhias tiveram seu capital fechado nos últimos anos no Brasil. Somado a isso, uma série de companhias fecharam seu capital antes da vigência da reforma de 2001 na Lei de S/A por considerarem que as alterações trazidas na referida reforma proporcionariam maiores direitos aos sócios minoritários e tornariam mais difícil e oneroso cancelar o registro da companhia aberta.

Fato é que a existência de normas sobre o cancelamento de registro de companhia aberta é de extrema importância, possuindo dois objetivos fundamentais: conferir aos minoritários titulares de percentual relevante a possibilidade de impedir o fechamento de capital da companhia, e assegurar aos minoritários a possibilidade de alienar suas participações por preço conveniente, permitindo-os a retirada de uma companhia cujas ações não possuam liquidez no mercado e que não esteja obrigada a prestar obrigações mínimas aos investidores.

Assim sendo, o § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76 estabelece que o registro de companhia aberta somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado. Desse modo, a nova redação do dispositivo inovou ao prever a possibilidade da própria companhia promover a oferta pública de aquisição das ações dos minoritários. Inovação, no entanto, bastante criticável considerando que o interessado em fechar o capital da companhia é o acionista controlador, não havendo razão para que a companhia tenha que arcar com os custos decorrentes desse procedimento.

⁹⁷CARVALHOSA, Modesto; EIZIRICK, Nelson. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 45.

Em seguida, o § 5º do art. 4º prevê a hipótese de aquisições potestativas de ações: a assembleia geral poderá aprovar o resgate de ações remanescentes para fins de cancelamento do registro de companhia aberta, desde que, terminado o prazo da oferta pública, as referidas ações correspondam a menos de 5% do total das ações emitidas pela companhia.

Além disso, o dispositivo prevê que a assembleia geral poderá deliberar sobre o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o § 4º, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela CVM-B, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate, não se aplicando, nesse caso, o disposto no § 6º do art. 44. Logo, está-se diante de uma exceção ao regime geral do art. 44 da Lei de S/A sobre as operações de resgate, visto que o resgate é realizado apenas com relação aos acionistas minoritários remanescentes e sem sorteio (ao contrário do que se prevê no § 4º do art. 44, que, com intuito de assegurar um caráter impessoal ao resgate, estabelece que o mesmo deverá abranger a totalidade de ações de uma mesma espécie ou classe, ou caso contrário, deverá ser feito mediante sorteio).

Cumprido ressaltar que deve constar no edital (a ser arquivado na CVM-B) que, no caso do oferente realizar a aquisição potestativa, o respectivo pagamento ao acionistas minoritários deverá ser feito dentro de 15 dias a partir da realização da assembleia geral que aprovou o exercício desse direito⁹⁸. Ademais, o pagamento deverá ser realizado através de uma instituição financeira com presença física na cidade onde a sede da empresa está localizada, na cidade onde a bolsa de valores está localizada e em todas as capitais do Brasil.

Para além da previsão de aquisição potestativa na sequência de uma OPA, pode-se afirmar – constatação avalizada por Engrácia Antunes e Perestrelo de Oliveira⁹⁹ –, que há no Brasil um procedimento semelhante à aquisição tendente ao domínio total prevista no art.

⁹⁸*Brazil Squeeze-out Guide*. IBA Corporate and M&A Law Committee. Relatório, 2014. Disponível em: <<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:ckeZLDSDMyYJ:www.ibanet.org/Document/Default.aspx%3FDocumentUid%3D978AA166-A77F-4219-A4EA-D42B93EA4FD3+&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=pt>>

⁹⁹ANTUNES, José A. Engrácia. O Artigo 490º do CSC e a Lei Fundamental. Propriedade “corporativa”, propriedade privada e igualdade de tratamento. *Estudos em Comemoração dos 5 anos da F.D.U.P.* Coimbra: Coimbra editora, 2011, p. 167. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Anotação ao art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (coordenação Menezes Cordeiro). Coimbra: Almedina, 2009, p. 1162.

490º do Código das Sociedades Comerciais Português (CSC), identificado na figura da subsidiária integral, prevista nos arts. 251 a 253 da Lei 6.404/76¹⁰⁰.

De acordo com Fábio Konder Comparato¹⁰¹, a subsidiária integral corresponde a uma das maiores inovações trazidas pela Lei 6.404/76 e consiste na previsão de constituição de uma companhia que tenha uma única sociedade brasileira (entende-se nesse conceito ter sede no Brasil e ser constituída de acordo com as leis brasileiras) como acionista.

A figura possui sempre a forma de sociedade anônima e pode ser constituída mediante duas formas: originariamente, por constituição mediante escritura pública (art. 251, *caput*, da LSA); ou de forma derivada, isto é, por conversão de uma sociedade já existente em subsidiária integral, o que poderá ocorrer mediante aquisição, por sociedade brasileira, de todas as suas ações (§2º do art. 251), ou mediante incorporação de todas as

¹⁰⁰Essas regras estabelecem o seguinte:

Art. 251. A companhia pode ser constituída, mediante escritura pública, tendo como único acionista sociedade brasileira.

§ 1º A sociedade que subscrever em bens o capital de subsidiária integral deverá aprovar o laudo de avaliação de que trata o artigo 8º, respondendo nos termos do § 6º do artigo 8º e do artigo 10 e seu parágrafo único.

§ 2º A companhia pode ser convertida em subsidiária integral mediante aquisição, por sociedade brasileira, de todas as suas ações, ou nos termos do artigo 252.

Incorporação de Ações

Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.

§ 1º A assembleia geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 2º A assembleia geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 3º Aprovado o laudo de avaliação pela assembleia geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem.

§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta. (Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009)

Admissão de Acionistas em Subsidiária Integral

Art. 253. Na proporção das ações que possuírem no capital da companhia, os acionistas terão direito de preferência para:

I -adquirir ações do capital da subsidiária integral, se a companhia decidir aliená-las no todo ou em parte; e

II -subscrever aumento de capital da subsidiária integral, se a companhia decidir admitir outros acionistas.

Parágrafo único. As ações ou o aumento de capital de subsidiária integral serão oferecidos aos acionistas da companhia em assembleia geral convocada para esse fim, aplicando-se à hipótese, no que couber, o disposto no artigo 171.

¹⁰¹ COMPARATO, Fábio Konder. Les groupes de sociétés dans la nouvelle loi brésilienne des sociétés par actions. *Revue Internationale de Droit Comparé*. Vol. 30, N°3, Juillet-septembre 1978. p. 804.

ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral (art. 252)¹⁰².

Como se pode observar, a forma derivada nada mais é do que uma modalidade de aquisição tendente ao domínio total. Contudo, não se trata de uma pura e simplesmente subscrição de aumento de capital da sociedade unipessoal pelos acionistas da subsidiária, tendo em vista que a decisão deve ser tomada pela assembleia geral dessa sociedade¹⁰³.

Nesse sentido, para a constituição de uma subsidiária integral por incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira deverão ser observados os seguintes procedimentos legais: a) a assembleia geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; b) a assembleia geral da companhia cujas ações serão incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto da metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas.

Segundo Leonardo Castelões¹⁰⁴, a subsidiária integral equivale, no plano de fato, à figura da sociedade totalmente dominada do direito português. Contudo, essa equivalência não se estende para o campo de enquadramento jurídico, tendo em vista que, no Brasil, ao contrário do que ocorre em Portugal, a constituição (originária ou derivada) de uma subsidiária integral não significa, automaticamente, a constituição de um grupo de direito entre a subsidiária integral e sua constituinte, tal como ocorre quanto à sociedade totalmente dominada e sua dominante no direito português.

Assim, em não havendo uma convenção grupal contratual celebrada nos termos do Capítulo XXI da LSA, as subsidiárias integrais e suas controladoras constituirão um grupo de fato e não de direito, o que significa que a controladora não poderá afastar a controlada da prossecução de seu interesse social particular, ainda que diante de uma situação de unipessoalidade.

¹⁰²ALMEIDA, Amador Paes de. *Manual das Sociedades Comerciais*. Direito de Empresa. 20ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 262.

¹⁰³COMPARATO, Fábio Konder. Les groupes de sociétés dans la nouvelle loi brésilienne des sociétés par actions. *Revue Internationale de Droit Comparé*. Vol. 30, N°3, Juillet-septembre 1978. p. 805.

¹⁰⁴CASTELÕES, Leonardo. *op. cit.*, p. 359.

CAPÍTULO 4: ENQUADRAMENTO NORMATIVO EM PORTUGAL

Em Portugal, há dois tipos de aquisição tendente ao domínio total: uma no contexto do direito dos grupos, regulado pelo art. 490º do CSC; e outro destinado às sociedades de capital aberto, realizado na sequência de uma OPA, disciplinado no art. 194º e seguintes do CVM.

4.1. Aquisição Tendente ao Domínio Total do Art. 490º do CSC

O artigo 490º do CSC está consagrado na secção I (Grupos Constituídos por Domínio Total), do capítulo III (Sociedade em Relação de Grupo), do título VI, aplicado às sociedades coligadas ou grupos de sociedades. Insere-se, assim, no contexto da regulação jurídica da empresa plurissocietária.

Consoante Coutinho de Abreu e Soveral Martins¹⁰⁵, Portugal, juntamente com Alemanha, Bélgica e Holanda, são os únicos países que admitem a aquisição potestativa independente de uma oferta pública de aquisição prévia. Além disso, é dos poucos países a prever a figura não só para as sociedades por ações, mas também para as sociedades por quotas.

4.1.1. Função Económica

Conforme elucida Engrácia Antunes¹⁰⁶, o art. 490º do CSC emerge como um *mecanismo jurídico instrumental e coadjuvante da constituição de grupos de sociedades por domínio total superveniente*.

Segundo o mencionado autor, o instituto deve ser visto hoje como um denominador comum da regulação e organização jurídica da empresa plussocietária, comparado a outros institutos jurídico-societários que estabelecem um direito potestativo recíproco de transmissão compulsiva de participações sociais - considerados sempre no contexto de

¹⁰⁵ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. ABREU, J. M. Coutinho de. (Coord.) Coimbra: Almedina, 2014, p. 142.

¹⁰⁶ ANTUNES, José A. Engrácia. *A Aquisição Tendente ao Domínio Total*. Da sua constitucionalidade. Coimbra: Coimbra editora, 2001, pp. 19-22.

situações nas quais uma sociedade empresarial é titular de uma participação majoritária bastante representativa em relação ao capital social de outra sociedade.

Desse modo, esse direito potestativo é concebido como um instrumento que permite uma reorganização da superestrutura jurídica de sociedades detentoras de uma maioria significativa do capital social de outra mediante a constituição de grupos de direito¹⁰⁷.

Destarte, a figura pode ser descrita como um desfecho de um longo processo econômico-concentrador entre duas sociedades empresariais. Usualmente, inicia-se com a estratégia de aquisição, por parte de uma sociedade, de uma participação minoritária significativa ou até mesmo majoritária no capital de outra sociedade com vistas a obter o controle dessa empresa, e, por conseguinte, estabelecer uma relação de domínio intersocietário¹⁰⁸, evoluindo posteriormente para um provável contrato de subordinação ou outro tipo contratual que garanta uma integração entre empresas por meio de uma subordinação a uma direção econômica comum e unitária¹⁰⁹. O último passo desse movimento consiste, assim, na aquisição pela sociedade dominante das participações remanescentes da dominada, transformando a relação contratual de grupo numa relação de domínio total¹¹⁰.

4.1.2. Justificações

Segundo Coutinho de Abreu e Soveral Martins¹¹¹, o grande número de justificações dadas para o direito de aquisição potestativa do art. 490º revela a dificuldade de se chegar a uma explicação para esse direito, o que conseqüentemente demonstra também a inadequação de muitas dessas justificativas.

O autor do anteprojeto do CSC alegava que, no aspecto técnico, o instituto da aquisição compulsiva é um sucedâneo da dissolução total da sociedade. Assim, ao dispor de tão grande maioria na sociedade dependente, a sociedade dominante poderia dissolver aquela e liquidá-la, recebendo dos sócios minoritários o valor correspondente às suas participações

¹⁰⁷ Dentre os ordenamentos já familiarizados com a regulamentação de grupos de direito, merece destaque a figura do *Eingliederung* do direito alemão, a *subsidiária integral* do direito brasileiro. Cfr.: *Ibidem*, p. 20.

¹⁰⁸ Cfr. Art. 486º do CSC.

¹⁰⁹ Cfr. Arts. 493º e 508º do CSC.

¹¹⁰ Cfr. art. 507º do CSC.

¹¹¹ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre, *op. cit.*, p. 143.

sociais. Nesse sentido, a lei teria por objetivo evitar a dissolução total, com o propósito de impedir um desperdício do valor econômico da sociedade, inclinando-se então para uma dissolução parcial atenuada pela aquisição da participação mediante o valor da contrapartida correspondente, como nos casos de exclusão de sócios ou amortização de participações sociais, por exemplo¹¹².

Contudo, essa justificativa exige algumas críticas. Conforme apontam Coutinho de Abreu e Soveral Martins¹¹³, uma sociedade não tem de dissolver-se simplesmente porque um dos sócios detém uma participação largamente majoritária. A dissolução poderá ocorrer mediante deliberação dos sócios¹¹⁴, mas o sócio qualificado como majoritário não poderá impor essa dissolução por qualquer motivo. Além disso, nas deliberações de dissolução não é requisito a maioria de 90% ou mais dos votos¹¹⁵. No mais, se o objetivo da lei é evitar a dissolução total da sociedade dependente, então não faz sentido a previsão do art. 489º, 2, a, que permite à sociedade que adquiriu todas as participações sociais da sociedade dominada, inclusive potestativamente, decidir pela dissolução desta última sociedade.

Outra justificativa defendida por autores como Brito Correia e Menezes Cordeiro¹¹⁶ consiste em enxergar o direito de aquisição potestativa também como uma proteção aos sócios minoritários, sob o argumento de que estes últimos possuem participação irrelevante nas deliberações e na administração, isto é, o capital relativo às suas participações ficaria inevitavelmente à disponibilidade da maioria, sendo preferível, desse modo, vender suas participações pelo preço correspondente.

O inconveniente dessa explicação é a possível inferência de que os acionistas minoritários não seriam capazes de cuidar de seus próprios interesses, demandando uma espécie de tutoria dos sócios majoritários. No mais, a proteção dos minoritários já é tutelada no direito de alienação previsto no art. 490º, n.º6. Então, na realidade, essa justificativa não embasa o direito de aquisição potestativa mas sim o corresponde direito de alienação.

¹¹² VENTURA, Raúl. *Estudos vários sobre sociedades anónimas: comentário ao código das sociedades comerciais*. Coimbra: 2003, p. 168.

¹¹³ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *ob. cit.*, p. 144.

¹¹⁴ Cfr. art. 141º, n.º1, b do CSC.

¹¹⁵ Cfr. ats. 270º, 1; 464º, 1; 473º, 1 do CSC.

¹¹⁶ CORREIA, Luís Brito. *Grupos de Sociedades*. Coimbra: Almedina, 1988, p. 396-397. CORDEIRO, António Menezes. Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total (art. 490º, n.º3, do Código de Sociedades Comerciais). *Boletim do Ministério de Justiça*, N.º480, novembro, Ano 1998, p. 25. OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade: por um critério unitário de solução do “conflito do grupo”*. Coimbra: Almedina, 2011, p. 967.

Há quem defenda, como Raúl Ventura e Engrácia Antunes¹¹⁷, que a finalidade do instituto seja evitar potenciais conflitos entre a larga maioria e a minoria, de modo a impedir que os interesses desta se oponham ao conjunto de interesses mantidos entre a sociedade dominante e a dependente.

Apesar de razoável, essa justificativa deve ser vista com certa ponderação. Com efeito, efetivamente os potenciais conflitos de interesse revelam-se bastante esporádicos, tendo em vista não existir tão larga maioria nem tão debilitante minoria. Como bem observam Coutinho de Abreu e Soveral Martins¹¹⁸, a minoria não possui participação relevante para designar os membros da administração nem a gestão societária, nem tampouco possui o poder de determinar o sentido das deliberações dos sócios. E ainda que existam conflitos, estes podem ser resolvidos de acordo com as soluções previstas no direito. Além do mais, se o objetivo da lei fosse realmente evitar potenciais conflitos, seria mais coerente atribuir o direito de aquisição potestativa ao sócio com participação correspondente a 3/4 do capital social no caso de sociedade por quotas, ou a 2/3 no caso de sociedades anónimas.

Cumprir mencionar também a justificativa de que o direito de aquisição potestativa seria um instrumento para proporcionar maior liberdade de iniciativa empresarial às sociedades dominantes, pois, através dele, além de se evitar os potenciais conflitos entre uma expressiva maioria e uma minoria sem voz (como exposto nos parágrafos anteriores), economiza-se nos custos societários relacionados à proteção dos sócios minoritários, tais como os relacionados à realização de assembleias gerais, aos direitos de informação, às ações de impugnação de deliberações sociais, entre outros.

No entanto, o objetivo de redução dos alegados gastos relativos à socialidade dos minoritários vai de encontro à meta do direito das sociedades de tutela das minorias. O direito de participação e de controle dos sócios minoritários interessam ao bom funcionamento da sociedade, funcionando como contrapoder (contraponto ainda que pouco expressivo) e, por conseguinte, potencializando a regularidade da vida societária. Retomaremos críticas a esses dois últimos fundamentos na Parte II deste trabalho, destinada

¹¹⁷ VENTURA, Raúl. *Estudos vários sobre sociedade anónimas*. Almedina: Coimbra, 1992, p. 168. ANTUNES, José A. Engrácia. *Os Grupos de Sociedade. Estrutura e Organização da Empresa Plurissocietária*. 2ª Edição. Coimbra: Almedina, 2002, p. 219.

¹¹⁸ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *Grupo de Sociedades. Aquisições tendentes ao domínio total*. Coimbra: Almedina, 2003, p. 65.

a apontamentos críticos sobre a fundamentação do instituto segundo a visão da análise econômica do direito (AED).

O fundamento que parece mais acertado para o instituto da aquisição potestativa refere-se ao objetivo de promoção da constituição de grupos de direito¹¹⁹, baseado num regime¹²⁰ segundo o qual a sociedade totalmente dominante possui o direito de dar instruções vinculantes (inclusive desvantajosas) à administração da sociedade dependente, contudo, por outro lado, também será a dominante responsável pelas obrigações da dependente.

Comparativamente, é sabido que nos grupos de facto a sociedade dominante também possui o poder de facto de dar instruções, mesmo desvantajosas, às sociedades dominantes. Contudo, o direito societário geral não legitima essa prerrogativa, impedindo deliberações atentatórias ao respectivo interesse social¹²¹. Em outras palavras, o CSC não reconhece um regime jurídico de direito de grupos aos grupos de facto. Assim sendo, o direito de aquisição potestativa do art. 490º funciona como instrumento de promoção dos grupos de direito.

No entanto, esse objetivo não pode ser dado como certo, tendo em vista que a aquisição de participação totalitária não representa necessariamente a constituição de uma relação de grupo, e, ainda que esta seja constituída, não se exige um tempo mínimo para a sua manutenção¹²². Além disso, o direito de aquisição potestativa previsto no CVM não possui relação com o direito de grupos, o que significa dizer que alguns dos titulares desse direito não poderão constituir relação de grupo¹²³.

Ressalte-se, ainda, que a finalidade de constituição de grupos embasa também o argumento de que o direito de aquisição potestativa tutela o interesse “público”, na medida em que protege as sociedades dominadas e seus credores ao mesmo tempo em que estimula a criação de grupos econômicos competitivos. No entanto, trata-se na realidade de tutelar interesses particulares dos sócios empresários (do capital dirigente) que passam a ser

¹¹⁹ Ibidem, p. 66.

¹²⁰ Cfr. Arts. 501º a 504º do CSC.

¹²¹ Cfr. art. 58, n.º1, b do CSC.

¹²² Cfr. art. 489, n.º 4 do CSC.

¹²³ É mais fácil de se compreender o instituto no contexto de uma oferta pública de aquisição, principalmente quando se trata de uma oferta geral e obrigatória, em razão do grande esforço financeiro empenhado pelo oferente. Cfr.: ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *Grupo de Sociedades. Aquisições tendentes ao domínio total*. Coimbra: Almedina, 2003, p. 57, nota 76.

denominados como interesses gerais ou públicos por força de lei. Isto é, num contexto de reforço dos oligopólios, o legislador atribuiu o direito de aquisição forçada aos grandes acionistas sob a alegação de tutela de um “bem comum”.

Diante de todas essas justificações, pode-se concluir que a consagração do instituto das aquisições potestativas representa uma verdadeira guinada do direito das sociedades, o qual, influenciado pelo mercado de capitais, tende a enfatizar o aspecto patrimonial em detrimento da dimensão associativa, reduzindo a socialidade ao valor de capital. Assim, as aquisições potestativas podem promover os perigos da unipessoalidade, por meio de um tendencioso discurso de “democratização do capital” ou “capitalismo popular”¹²⁴.

4.1.3. Regime Jurídico

a) Participação Interssocietária

O procedimento de aquisição ao domínio total previsto no referido art. 490º do CSC¹²⁵ ocorre em fases. O pressuposto constitutivo está previsto no n.º 1 do art. 490º, que

¹²⁴ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. Coord.: ABREU, J. M. Coutinho de. Coimbra: Almedina, 2014, p. 146.

¹²⁵ Redação do Artigo 490.º do CSC (Aquisições tendentes ao domínio total), *in verbis*:

1. Uma sociedade que, por si ou conjuntamente com outras sociedades ou pessoas mencionadas no artigo 483.º, n.º 2, 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.

2. Nos seis meses seguintes à data da comunicação, a sociedade dominante pode fazer uma oferta de aquisição das participações dos restantes sócios, mediante uma contrapartida em dinheiro ou nas suas próprias quotas, acções 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.

3. A sociedade dominante pode tornar-se titular das acções ou quotas pertencentes aos sócios livres da sociedade dependente, se assim o declarar na proposta e, nos 60 dias seguintes, fizer lavrar escritura pública em que seja declarada a aquisição por ela das participações. A aquisição está sujeita a registo e publicação.

4. A escritura só pode ser lavrada 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.

5. Se a sociedade dominante não fizer oportunamente a oferta permitida pelo n.º 2 deste artigo, cada sócio ou accionista livre 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 quotas ou acções, mediante contrapartida em dinheiro, quotas ou acções das sociedades dominantes.

6. Na falta da oferta ou sendo esta considerada insatisfatória, o sócio livre pode requerer ao tribunal que declare as acções ou quotas como adquiridas pela sociedade dominante desde a proposição da acção, fixe o seu valor em dinheiro e condene a sociedade dominante a pagar-lho. A acção deve ser proposta nos 30 dias seguintes ao termo do prazo referido no número anterior ou à recepção da oferta, conforme for o caso.

estabelece que, quando uma sociedade (por quotas, anônima ou em comandita por ações¹²⁶), por si ou em conjunto com sociedades ou pessoas referidas no art. 483º, n.º 2¹²⁷, detenha participação em outra sociedade de pelo menos 90% do capital social desta, poderá adquirir as participações remanescentes dos demais sócios minoritários.

Quanto ao âmbito espacial, a lei exige que tanto a sociedade adquirente quanto a sociedade visada possuam sede em Portugal¹²⁸. Contudo, como destacam Coutinho de Abreu e Soveral Martins¹²⁹, a realidade das sociedades “europeias” dominantes faz com que essas condições, especialmente a exigência de sede em Portugal da sociedade dominante, suscitem dificuldades diante dos princípios da não discriminação em razão da nacionalidade e da liberdade de estabelecimento¹³⁰.

Percebe-se que, para além do requisito quantitativo, não se exige qualquer outra especialidade¹³¹. Assim sendo, são indiferentes: a natureza da titularidade da participação social (não importa, pois, se a sociedade dominante detém a participação do capital social da participada de forma direta, isto é, sendo ela própria titular jurídico-formal das ações, ou de forma indireta através de um dos sujeitos referidos no art. 483º, n.º 2), a fonte aquisitiva do capital detido (se as participações foram obtidas através de negociação particular, de compra em Bolsa ou mesmo por meio de uma OPA), ou o poder de voto que lhe vai associado (pode corresponder tanto a uma fração majoritária do capital possuído, nos termos do art. 384º, n.º1, quanto a direitos de voto restringidos ou ampliados por força de disposição

7. 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.

¹²⁶ Para Coutinho de Abreu e Soveral Martins, tanto a sociedade adquirente quanto a sociedade visada têm de ser sociedades por quotas, anónimas ou em comandita por ações. Cfr.: ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. Coord.: ABREU, J. M. Coutinho de. Coimbra: Almedina, 2014, p.151. No mesmo sentido, ver também: OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Anotação ao art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais Anotado*. CORDEIRO, António Menezes (coord.). Coimbra: Almedina, 2009, pp. 1164.

¹²⁷ O artigo 483º, n.º 2 diz respeito às sociedades dependentes, direta ou indiretamente, ou em relação de grupo (domínio ou subordinação) e às pessoas singulares ou coletivas titulares de participações por conta de qualquer das sociedades.

¹²⁸ Cfr. arts. 481º, n.º 1 e 2, e 490º, n.º 1 do CSC.

¹²⁹ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. Coord.: ABREU, J. M. Coutinho de. Coimbra: Almedina, 2014, p.151.

¹³⁰ A esse respeito, ver também: DIAS, Rui Pereira. *Responsabilidade por exercício de influência sobre a administração de sociedade anónimas: uma análise de direito material e direito dos conflitos*. Coimbra: Almedina, 2007, p. 292.

¹³¹ ANTUNES, José A. Engrácia. *A Aquisição Tendente ao Domínio Total*. Da sua constitucionalidade. Coimbra: Coimbra editora, 2001, p. 23.

legal ou estatutária, como no caso de ações preferenciais sem direito de voto ou quotas com voto plural).

A ocorrência de aquisição pela sociedade dominante de pelo menos 90% do capital social de outra sociedade, atribui à primeira sociedade um direito de aquisição das participações sociais remanescentes dos sócios da sociedade dominada. Trata-se de um direito potestativo¹³², isto é, um poder, exercido mediante a simples manifestação de vontade, de produzir efeitos de direito na esfera jurídica de outrem, o qual, por sua vez, obriga-se a um estado de sujeição, não podendo impedir aqueles efeitos jurídicos.

Logo, está-se diante de um direito potestativo extintivo, excepcional e gravoso para os sócios minoritários¹³³, tendo em vista que seu exercício resultará no termo da relação de socialidade existente entre determinado grupo de titulares de participações sociais de uma dada sociedade. Disso decorrem duas consequências: por um lado, a sociedade dominante, mesmo possuindo 90% ou mais do capital social de outra sociedade, não estará obrigada a adquirir o capital social remanescente, essa circunstância apenas a investirá numa posição jurídica ativa da titularidade de um direito; por outro lado, significa que, uma vez exercido o direito de aquisição, a sociedade dominada não poderá impedir a conclusão desse processo, considerando seu inelutável estado de sujeição¹³⁴.

b) Dever de Comunicação

Preenchido o requisito relativo à detenção de pelo menos 90% do capital social, estarão satisfeitas as condições para dar início à segunda fase do procedimento prevista nos n.ºs 2 a 6 do art. 490º.

Assim, surge o dever de comunicação da situação jurídica à sociedade dominada no prazo de trinta dias seguintes à data em que seja atingida a referida participação no capital

¹³² ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *Grupo de Sociedades. Aquisições tendentes ao domínio total*. Coimbra: Almedina, 2003, p. 67.

¹³³ *Idem*. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. Coord.: ABREU, J. M. Coutinho de. Coimbra: Almedina, 2014, p.141.

¹³⁴ VASCONCELOS, Pedro Pais de. *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*. 2ª Ed. Coimbra: Almedina, 2014, p. 258.

social. Esse dever se consubstancia por escrito, em analogia¹³⁵ aos deveres paralelos previstos nos artigos 448º, n.º 3 e 484º, n.º1 do CSC.

Um ponto relevante acerca do dever de comunicação consiste no fato de que, em razão da letra da lei (*deve comunicar o facto a esta*, lê-se, à sociedade dominada), a comunicação deverá ser dirigida ao órgão de administração da sociedade dominada, não se exigindo, pois, o mesmo dever em relação aos sócios e acionistas. Como destaca Engrácia Antunes¹³⁶, trata-se de uma grave lacuna do legislador que acentua ainda mais a situação de desproteção dos sócios minoritários da sociedade participada, tendo em vista que os minoritários só ficarão garantidos quanto ao conhecimento da existência ou não da participação relevante para o exercício do direito potestativo de alienação de suas ações através dos órgãos de administração da sociedade dominada, e, no caso de omissão ou inércia destes, apenas poderão reclamar por uma indenização em termos gerais (nos termos dos arts. 64º e 79º do CSC) pelos eventuais prejuízos decorrentes.

Além do mais, isso quer dizer que a administração da sociedade participante pode decidir pela aquisição de um lote de ações superior ao montante legal exigido sem necessidade de consultar previamente o respectivo colégio dos sócios. Essa situação é relevante no tocante à coparticipação dos sócios da sociedades-mãe no processo de formação de grupos de sociedade. Segundo Engrácia Antunes¹³⁷, o regime do art. 490º permite à administração de uma sociedade anônima decidir sozinha pela adoção de uma estrutura plurissocietária, restando em favor dos sócios da futura sociedade-mãe uma mera faculdade de consulta da proposta de oferta. Contudo, também não se pode dizer que a coparticipação dos sócios na formação dos grupos seja completamente excluída, uma vez que, por mais que os administradores tenham o poder de desencadear por si próprios a situação de domínio

¹³⁵ Engrácia Antunes destaca que, apesar da aplicação analógica, o dever de comunicação imposto pelo art. 490º não se confunde com o dever geral previsto no art. 484º, isso porque, no plano do conteúdo, a obrigação de notificação do art. 490º, n.º 1 apenas se refere à titularidade direta ou indireta de uma participação dentro do montante fixado na lei, não se exigindo comunicação para as aquisições ou alienações futuras, tal como se exige no art. 484º, n.º1; em contrapartida, no plano do incumprimento, ao passo que o legislador não previu nenhuma sanção para o inadimplemento do art. 484º, n.º1, a regra do art. 490º estabelece uma desvantagem ao não comunicar, tendo em vista que o cumprimento da comunicação é pré-requisito para o exercício do direito à aquisição potestativa das ações remanescentes. Cfr.: ANTUNES, José A. Engrácia. *A Aquisição Tendente ao Domínio Total. Da sua constitucionalidade*. Coimbra: Coimbra editora, 2001, p. 24, nota 25.

¹³⁶ ANTUNES, José A. Engrácia, *op. cit.*, p. 25, nota 27. No mesmo sentido: VENTURA, Raúl. *Estudos vários sobre sociedade anónimas*. Almedina: Coimbra, 1992, p. 164.

¹³⁷ *Ibidem*, *op. cit.*, p. 25, nota 26.

total, a manutenção ou extinção dessa relação estará sempre sujeita a deliberação dos sócios em Assembleia Geral.

A par desses apontamentos, cumpre destacar que o dever de comunicação compreende um prazo de caducidade, de modo que, na ausência de comunicação tempestiva pela sociedade dominante, não se admitirá comunicação superveniente, devendo o direito ser considerado extinto¹³⁸.

c) Oferta de Aquisição e Declaração de Aquisição

A partir da comunicação, a sociedade dominante possuirá a faculdade, dentro do prazo de seis meses, de realizar uma oferta de aquisição destinada às ações remanescentes, mediante contrapartida pecuniária ou em espécie¹³⁹.

Contudo, como a letra do art. 490º não deixa claro se a decisão de adquirir e realizar a oferta cabe ao órgão da administração da sociedade dominante ou à coletividade dos sócios, isso dependerá do tipo de sociedade e do que estiver disposto no contrato de sociedade dentro dos limites legais. Assim, seguindo o entendimento de Coutinho de Abreu e Soveral Martins¹⁴⁰, em que pese às regras de sociedades por quotas¹⁴¹, competirá aos sócios deliberar sobre a subscrição ou aquisição de participações noutras sociedades e a sua alienação ou oneração (a não ser que o contrato social disponha diversamente); por outro lado, no tocante às sociedades anónimas, a questão já não é tão clara mas, ainda assim, não é forçoso aceitar que o órgão da administração tenha o dever de pedir uma deliberação dos acionistas¹⁴², pois, em não havendo esse pedido, não caberá aos acionistas a tomada de decisão.

A oferta deverá assegurar o princípio da igualdade de tratamento entre os sócios¹⁴³, dirigindo-se a todas as participações sociais sem distinção entre os acionistas minoritários

¹³⁸ Enquadra-se o prazo de caducidade da aquisição potestativa com base no art. 298º, n.º2 do CC. Cfr.: ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*. 5ª Ed. Coimbra: Coimbra Editora, p.595.

¹³⁹ PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egídio. A Aquisição tendente ao domínio total. Breves reflexões sobre o art. 490º do Código de Sociedades Comerciais. *O Direito*, N. IV, Ano 140º (2008), pp. 934-935.

¹⁴⁰ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. ABREU, J. M. Coutinho de. (Coord.) Coimbra: Almedina, 2014, p. 154.

¹⁴¹ Cfr. arts. 246º, n.º 2, d e 259º do CSC.

¹⁴² Cfr. arts. 11º, 373º, n.º 3 e 405º do CSC.

¹⁴³ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. ABREU, J. M. Coutinho de (Coord.).

remanescentes. Frise-se que essa oferta será destinada aos sócios restantes e não à sociedade dominada.

Além disso, o n.º 2 do art. 490º estabelece que a oferta de aquisição deverá ser realizada mediante uma contrapartida justificada por um relatório elaborado por um Revisor Oficial de Contas (ROC) independente das sociedades interessadas, e que será depositado no registro e disponibilizado para consulta dos interessados nas sedes das sociedades dominante e dominada¹⁴⁴. Infere-se da letra da lei que tanto o depósito como a disponibilização do relatório nas sedes das dominante e dominada devem ocorrer antes da oferta ser apresentada aos sócios minoritários, para que estes tenham conhecimento de que tais procedimentos já foram realizados nessa oferta.

Quanto à forma da proposta, há quem advogue não ser necessário forma escrita, tendo em vista a ausência de previsão específica na lei, de modo a sustentar o argumento a favor da regra da consensualidade prevista no art. 219º do Código Civil¹⁴⁵. Contudo, para facilitar a prova do teor da oferta, parece mais acertado a exigência de forma escrita. Ademais, para que a oferta contenha a declaração de aquisição prevista no n.º 3 do art. 490º, esta terá de revestir a forma escrita, levando em consideração também que a aquisição estará sujeita a registro por depósito¹⁴⁶.

No mesmo sentido, é mais acertado que se faça constar na oferta a identificação das sociedades dominante e dominada, a participação interssocietária em causa, as participações sociais a adquirir, o valor e a modalidade da contrapartida, a referência ao relatório do ROC e de seu respectivo registro e disponibilização para consulta, o período de oferta, e, finalmente, os procedimentos que deverão ser adotados por quem aceite a oferta¹⁴⁷.

Coimbra: Almedina, 2014, p. 154. Ver também: ANTUNES, José A. Engrácia *A Aquisição Tendente ao Domínio Total*. Da sua constitucionalidade. Coimbra: Coimbra editora, 2001, p. 33.

¹⁴⁴ ANTUNES, Ana Filipa Morais. A aquisição tendente ao domínio total no Direito Societário e no Direito dos Valores Mobiliários. In: *Aquisição de empresas*. CÂMARA, Paulo (Coord.). Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 331.

¹⁴⁵ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Anotação ao art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, (coordenação Menezes Cordeiro). Coimbra: Almedina, 2009, pp. 1166. Para Ana Rita Nascimento, embora fosse de grande utilidade prática que a proposta revestisse a forma escrita, e embora tenda a acontecer dessa forma, não podemos nós prever uma forma especial quando o legislador não a previu. Cfr.: NASCIMENTO, Ana Rita. Direitos dos sócios na aquisição tendente ao domínio total: pressupostos e concretização. *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III (2011), N.º4, p. 1008.

¹⁴⁶ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *op. cit.*, p. 155.

¹⁴⁷ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *op. cit.*, pp. 1166.

A oferta de aquisição não possibilita, por si só, a aquisição das ações dos sócios minoritários. Uma vez realizada a proposta, os sócios remanescentes podem aceitá-la e alienar suas participações sociais voluntariamente à sociedade dominante, ou podem simplesmente não aceitar a oferta. Portanto, considerando a hipótese de não aceitação da oferta, o n.º 3 do art. 490º estabelece que, caso a sociedade dominante queira adquirir potestativamente as ações ou quotas dos sócios restantes, deverá fazer constar na oferta que, findo o prazo desta, tornar-se-á a titular dessas participações. Nesse caso, é mais ajustado que a oferta também informe a consignação da contrapartida em depósito, o registro por depósito, bem como indique que será realizada a publicação¹⁴⁸.

A declaração prevista no n.º 3 configura-se, assim, como uma aquisição por ato unilateral, ou seja, independe da aceitação dos sócios minoritários, característica esta que se configura como a verdadeira “pedra de toque” e extravagância do regime de aquisição tendente ao domínio total¹⁴⁹. Dessa forma, se a sociedade não realizar a declaração na proposta, ela não poderá exercer o direito de aquisição potestativa previsto no art. 490º, uma vez que a oferta de aquisição, por si só, não garante à sociedade dominante a efetiva aquisição.

Nesse aspecto, cumpre esclarecer que os termos “oferta de aquisição”, referida no n.º 2, e “proposta”, referida no n.º 3 devem ser lidos como sinônimos, de modo que a sociedade que não declarar a intenção de aquisição potestativa na oferta, apenas adquire as participações remanescentes se houver o consentimento dos sócios titulares.

Em suma, o que se extrai da leitura dos n.ºs 2 e 3 do art. 490º é que na oferta será estipulado um prazo para que os sócios a que ela se destina a aceitem ou não. E, caso haja a declaração de aquisição potestativa nessa mesma oferta, passado o prazo estabelecido, as ações remanescentes dos sócios minoritários que não aceitaram voluntariamente a oferta serão adquiridas potestativamente pela sociedade dominante.

Quanto à competência dos órgãos para a tomada dessa decisão de aquisição potestativa (e de sua declaração), cabem aqui os mesmos apontamentos realizados quanto à decisão de adquirir e realizar a oferta, dependendo do tipo de sociedade em causa e do que o contrato de sociedade dispõe dentro dos limites legais.

¹⁴⁸ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *op. cit.*, p. 155.

¹⁴⁹ ANTUNES, Ana Felipa Morais. *op. cit.*, p. 333.

Na revisão do CSC¹⁵⁰, eliminou-se a exigência de outorgar escritura pública que declarasse a aquisição das participações sociais pela sociedade dominante. Antes, portanto, o notário realizava necessariamente um controle prévio, lavrando a escritura somente se a sociedade dominante tivesse consignado previamente em depósito a contrapartida¹⁵¹. Atualmente, no entanto, o registro da aquisição é efetuado por depósito.

d) A Contrapartida Patrimonial dos Sócios Minoritários

A sociedade dominante deverá proceder a consignação em depósito da contrapartida oferecida, que deverá ser calculada de acordo com os valores mais elevados do relatório elaborado por um ROC independente, nos termos do n.º4 do art. 490º. Assim, a perfeição do regime estabelecido no referido artigo depende da prévia consignação em depósito da contrapartida¹⁵². Esta pode consistir em dinheiro ou em quotas¹⁵³, ações ou obrigações emitidas pela própria sociedade dominante¹⁵⁴.

O relatório elaborado pelo ROC deverá ser depositado no registro comercial e patentado aos “interessados” (entendidos como aqueles titulares de posições jurídicas suscetíveis de ser afetadas pelos termos da transmissão, *i.e.*, sócios e credores) na sede das sociedades dominante e dominada¹⁵⁵.

No que concerne à avaliação das participações, a lei é omissa quanto ao momento de realização dessa avaliação, assim como quanto aos critérios utilizados para tal avaliação. Com relação ao momento, destacam-se duas interpretações: a avaliação deverá ser realizada levando em conta o momento da própria avaliação; ou deverá se considerar o momento da tomada de decisão de aquisição das participações dos sócios minoritários. A melhor doutrina¹⁵⁶ entende que a segunda hipótese seja mais acertada pois evita que, após a tomada

¹⁵⁰ Decreto-lei n.º 76-A/2006.

¹⁵¹ VENTURA, Raúl. Ofertas públicas de aquisição e venda de valores mobiliários. *Separata da Revista da Faculdade de Direito de Lisboa*, 1992, p. 47.

¹⁵² ANTUNES, Ana Felipa Morais. A aquisição tendente ao domínio total no Direito Societário e no Direito dos Valores Mobiliários. In: *Aquisição de empresas*. CÂMARA, Paulo. (Coord.) Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 334.

¹⁵³ Embora o n.º 4 do art. 490º não faça referência à consignação em depósito por quotas, não há razão para que não seja aplicada por analogia. Nesse sentido, cfr.: ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *op. cit.*, p. 159; ANTUNES, José A. Engrácia, *op. cit.*, pp. 28-29, nota 32.

¹⁵⁴ *Ibidem*, p. 157.

¹⁵⁵ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Anotação ao art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais Anotado*. CORDEIRO, António Menezes. (Coord.). Coimbra: Almedina, 2009, p. 1166.

¹⁵⁶ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *op. cit.*, p. 157.

de decisão de adquirir, sejam adotadas medidas conducentes à redução do valor das participações.

No tocante ao critério, é certo que a fixação da contrapartida exige a avaliação das participações sociais da sociedade dependente, e, no caso de contrapartida mobiliária, das participações da sociedade dominante; contudo, a lei não estabeleceu parâmetros para a realização dessa avaliação. Segundo Ana Perestrelo de Oliveira¹⁵⁷, a solução dessa lacuna pode se basear na aplicação do art. 188º do CVM, utilizado no regime de aquisições e alienações potestativas de ações das sociedades cotadas, ou ainda no art. 105º do CSC, relativo à fusão, o qual faz remissão ao art. 1021º do Código Civil Português (CC).

No que se refere ao momento em que deva ser efetuada a consignação em depósito, infere-se do teor do n.º 4 que basta que essa consignação seja realizada antes do registro da aquisição. Desse modo, é possível que a consignação em depósito ocorra tanto em momento anterior à própria aquisição ou à oferta de aquisição, quanto é possível que ocorra após o momento indicado na proposta como sendo o da aquisição potestativa. Nesse último caso, a sociedade dominante pode realizar a consignação em depósito apenas para a aquisição potestativa, ou seja, não haverá necessidade de efetuar a consignação em depósito da contrapartida devida aos sócios livres que aceitaram a oferta de aquisição, uma vez que estes últimos já receberam a contrapartida. Isso significa que a falta de consignação em depósito da contrapartida não afeta a validade da aquisição.

Esse entendimento só se tornou possível a partir da reforma do CSC, tendo em vista que na versão do art. 490º, anterior ao Decreto-lei 76-A/2006, a consignação em depósito deveria ocorrer antes da escritura de aquisição, e, por essa razão, era possível argumentar que a aquisição realizada sem a consignação legalmente devida seria nula.

Dessa forma, percebe-se que a nova redação do art. 490º reduziu o papel da consignação em depósito na defesa dos interesses dos sócios livres. Isso porque apenas se exige que a consignação em depósito seja efetuada antes do registro, e, além do mais, a ausência da consignação nos termos legalmente exigidos não obsta a aquisição, resultando

¹⁵⁷OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Anotação ao art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, CORDEIRO, António Menezes. (Coord.). Coimbra: Almedina, 2009, p. 1167.

apenas em consequências no plano da oponibilidade a terceiros, mas não no plano de validade da aquisição¹⁵⁸.

No que se refere à forma de consignação em depósito, o legislador não foi claro quanto ao procedimento a ser adotado. Dessa forma, adota-se a seguinte alternativa¹⁵⁹: ou se interpreta que a intenção legislativa foi de exigir uma consignação judicial (de acordo com o procedimento do art. 916º e seguintes do Código de Processo Civil (CPC)¹⁶⁰), ou se argumenta no sentido de desnecessidade de adoção de procedimento judicial, sendo bastante a realização de uma consignação extrajudicial.

A existência dessas duas opções representa um conflito entre dois valores fundamentais: por um lado, o processo judicial de consignação em depósito garante maior segurança jurídica em razão de proporcionar maior proteção aos sócios minoritários; por outro lado, a realização de uma consignação extrajudicial funda-se nos desígnios da celeridade processual e liberdade das formas¹⁶¹.

A questão suscita divergência tanto jurisprudencial¹⁶² quanto doutrinária¹⁶³. Contudo, parece mais acertado defender a opção pelo procedimento previsto nos arts. 916º

¹⁵⁸ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. ABREU, J. M. Coutinho de. (Coord.) Coimbra: Almedina, 2014, p. 160.

¹⁵⁹ ANTUNES, Ana Felipa Morais. A aquisição tendente ao domínio total no Direito Societário e no Direito dos Valores Mobiliários. In: *Aquisição de empresa*. CÂMARA, Paulo. (Coord.) Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 334.

¹⁶⁰ Correspondentes aos arts. 1024º e seguintes do anterior CPC.

¹⁶¹ ANTUNES, Ana Felipa Morais, *op. cit.*, p.335.

¹⁶² Admitindo-se a consignação extrajudicial, destacam-se os seguintes julgados: o Acórdão do STJ de 3 de fevereiro de 2005 (processo n.º04B4356); os acórdãos da Relação do Porto de 20 de abril de 2004 (processo n.º 0420948) e de 8 de janeiro de 2008 (processo n.º 0725170). A favor da exigência de consignação judicial: Acórdão da Relação de Lisboa de 4 de abril de 2002, CJ, 2002, III, p. 92 e ss.

¹⁶³ Possuem posição favorável à consignação extrajudicial: ANTUNES, José A. Engrácia. *Os Grupos de Sociedade. Estrutura e Organização da Empresa Plurissocietária*. 2ª Edição. Coimbra: Almedina, 2002; CORDEIRO, António Menezes. Aquisições tendentes ao domínio total: constitucionalidade e efectivação da consignação em depósito (art. 490º/3 e 4 do Código das Sociedades Comerciais), *O Direito*, Ano 137º, Volume III, 2005, p.462; ANTUNES, Ana Felipa Morais. O Instituto da Aquisição Tendente ao Domínio Total (artigo 490º do CSC): um exemplo de uma “expropriação legal” dos direito minoritários? *Nos 20 Anos do Código de Sociedades Comerciais*. Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco lobo Xavier. Coimbra: Coimbra editora, 2007, p. 231; PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egídio. A Aquisição tendente ao domínio total. Breves reflexões sobre o art. 490º do Código de Sociedades Comerciais. *O Direito*, N.ºIV, Ano 140º (2008), p. 939; NASCIMENTO, Ana Rita. Direitos dos sócios na aquisição tendente ao domínio total: pressupostos e concretização. *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III (2011), N.º4, p. 1013. Defendendo a consignação judicial: ¹⁶³ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. Coord.: ABREU, J. M. Coutinho de. Coimbra: Almedina, 2014, p. 160; ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados*. Volume I. 7ª Ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2013, p. 652.

e seguintes do CPC, adotando uma posição a favor de uma maior segurança jurídica. Isso porque a consignação em depósito em causa é requisito para os casos em que a sociedade dominante opte pela declaração de aquisição potestativa das ações dos sócios livres que não aceitem a oferta. Assim, considerando que o momento de realização da consignação em depósito pode ocorrer após o momento em que ocorre a aquisição potestativa - circunstância esta que serve aos interesses da sociedade dominante -, a consignação em depósito judicial é mais acertada para fins de proteção dos interesses dos sócios minoritários.

A posição contrária equivoca-se ao não levar em conta que a sociedade dominante deve apresentar uma oferta de aquisição, e que os sócios que não a aceitem sofrerão as consequências disso. Isto é, se a sociedade dominante tinha apresentado uma oferta de aquisição e declarou que se tornaria titular das participações dos sócios da sociedade dominada que não aceitassem essa oferta, então, aquela sociedade teria de realizar a contrapartida, e, por conseguinte, efetuar a consignação em depósito. Logo, esta última efetua-se em razão da resposta negativa dos sócios minoritários à oferta, e, por esse motivo, não se pode dizer que a finalidade da consignação em depósito é a proteção dos minoritários¹⁶⁴.

Além disso, a adoção de uma consignação extrajudicial pode ser muito mais custosa na medida em que os sócios minoritários sempre poderão impugnar o valor da contrapartida, respondendo injustamente por todos os encargos de custo e tempo que implicam uma ação judicial.

Por outro lado, não é satisfatório o argumento de que o regime de aquisição potestativa das sociedades cotadas estabelece a consignação extrajudicial, e, por essa razão, essa forma de consignação também deveria ser adotada quanto ao art. 490º, tendo em vista que o procedimento previsto no CVM, como será demonstrado mais adiante, possui maiores garantias aos sócios minoritários do que se observa no art. 490º do CSC¹⁶⁵.

Desse modo, nos termos do art. 916º do CPC, quem pretender a consignação em depósito deverá requerer no tribunal do lugar do cumprimento da obrigação que seja

¹⁶⁴ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. ABREU, J. M. Coutinho de. (Coord.) Coimbra: Almedina, 2014, p. 161, nota 85.

¹⁶⁵ SÁ, Liliana da Silva. A contrapartida patrimonial na aquisição tendente ao domínio total. *Revista Julgar*, N.º 9, set-dez, 2009, p. 170.

depositado judicialmente a quantia ou coisa devida, declarando o motivo pelo qual se pede esse depósito. E, deferido o pedido, o depósito será feito na Caixa Geral de Depósitos, exceto se a coisa não puder ser aí depositada, hipótese em que será nomeado depositário a quem se faz a entrega. Assim sendo, embora seja um depósito judicial, este não se realiza no tribunal nem é preciso que se aguarde por uma decisão sobre a eficácia do mesmo.

e) O Momento de Ocorrência da Aquisição

O n.º 3 do art. 490º não deixa claro em que momento¹⁶⁶ a aquisição se perfaz, se quando da realização da proposta de aquisição, ou ao término do prazo de aceitação dessa oferta, ou na data do registro do depósito ou ainda na data da publicação.

A esse respeito, cumpre salientar que a redação original do n.º 3 do art. 490º estabelecia que a escritura pública conteria a declaração da aquisição, donde se deduz que antes do registro e da publicação já existe aquisição, funcionando estes últimos apenas como requisitos de eficácia para terceiros.

Assim, para a solução dessa lacuna, deve-se levar em consideração a interpretação segundo a qual o n.º 3 do art. 490º permite que a sociedade dominante apresente uma oferta de aquisição indicando um prazo para aceitação, e que declare que, findo o referido prazo e não havendo aceitação da oferta, as ações ou quotas restantes dos sócios livres serão consideradas adquiridas pela sociedade dominante. Nesse sentido, parece mais acertado considerar que o momento da aquisição potestativa consista naquele que seja declarado na oferta da proposta, podendo coincidir tanto com o momento do término do prazo da oferta quanto ser posterior a ele¹⁶⁷.

¹⁶⁶Nesse sentido, cfr.: ANTUNES, Ana Felipa Moraes. O Instituto da Aquisição Tendente ao Domínio Total (artigo 490º do CSC): um exemplo de uma “expropriação legal” dos direito minoritários? *Nos 20 Anos do Código de Sociedades Comerciais*. Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco lobo Xavier. Coimbra: Coimbra editora, 2007, p. 210. PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egídio. A Aquisição tendente ao domínio total. Breves reflexões sobre o art. 490º do Código de Sociedades Comerciais. *O Direito*, N.º IV, Ano 140º (2008), p. 936. SÁ, Liliana da Silva. A contrapartida patrimonial na aquisição tendente ao domínio total. *Revista Julgar*, N.º 9, set-dez, 2009, p. 170.

¹⁶⁷ Ressalte-se que, se as ações forem nominativas, a aquisição efetua-se independentemente da declaração de transmissão, e se foram tituladas ao portador, a aquisição independe da entrega dos títulos. No mesmo sentido, se forem ações escriturais ou tituladas integradas em sistema centralizado, a aquisição independe do registro que se faça em conta de registro individualizada. Cfr.: ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. Coord.: ABREU, J. M. Coutinho de. Coimbra: Almedina, 2014, p. 165.

f) Reação dos Sócios Livres

Havendo violação legal do procedimento de aquisição potestativa, ou seja, quando não se observa algum dos requisitos do art. 490º, os sócios minoritários poderão ajuizar uma ação para declarar a nulidade da aquisição, ou, no caso de ainda não ter ocorrido a aquisição, poderão apresentar um requerimento de providência cautelar adequada.

Ademais, os sócios livres também poderão se opor somente em relação à contrapartida oferecida, ao divergirem dos valores mais altos apresentados no relatório do ROC. Contudo, esses sócios não poderão exercer o direito previsto no n.º 6, o qual estabelece a possibilidade do sócio minoritário de requerer ao tribunal para declarar as ações ou quotas como adquiridas pela sociedade dominante desde a proposição da ação, fixando um valor em dinheiro e condenando a sociedade dominante a lhe pagar.

O direito previsto no n.º 6 existe para a hipótese em que a oferta apresentada nos termos do n.º 2 não foi acompanhada da declaração de aquisição potestativa prevista no n.º 3. Desse modo, a simples discordância quanto ao valor da contrapartida não impede a ocorrência da aquisição potestativa.

Depois, a adoção de uma posição favorável à forma judicial de consignação em depósito não permite a aplicação do n.º 6 para o caso de discordância do valor da contrapartida na medida em que isso poderá ser discutido no processo de consignação judicial em depósito.

No entanto, nos casos de não realização da consignação em depósito, é possível que se argumente pela aplicação analógica do n.º 6, isso porque atualmente a ausência de consignação em depósito não obsta a aquisição potestativa, apenas impede a realização do registro. Assim, nessa situação justifica-se a possibilidade de o sócio livre requerer ao tribunal que fixe o valor em dinheiro e condene a sociedade dominante a lhe pagar a contrapartida¹⁶⁸.

¹⁶⁸ *Ibidem*.

g) Alienação Potestativa

Tendo em conta que o regime consagrado no art. 490º incorpora um sacrifício dos direitos dos sócios minoritários, o legislador procurou assegurar a tutela da posição jurídica daqueles ao prever, no n.º 5 do art. 490º, o direito de alienação forçada dos sócios minoritários¹⁶⁹. Destarte, se a sociedade dominante não realizar a oferta de aquisição das participações minoritárias no prazo legalmente previsto – seis meses contados da data da comunicação sobre a detenção de participação social igual ou superior a 90% -, cada sócio minoritário poderá exigir por escrito que se faça a proposta de aquisição em prazo não inferior a 30 dias, mediante contrapartida em dinheiro ou em espécie.

Dessa forma, para o exercício do direito de alienação potestativa, é necessário o preenchimento de três requisitos¹⁷⁰, a saber: possuir a qualidade de sócio minoritário de sociedade dominada, direta ou indiretamente, por outra que detenha participação correspondente a 90% ou mais do capital social; não realização da oferta de aquisição da participações remanescentes em tempo adequado pela sociedade dominante, seja porque esta não exerceu o dever de comunicação no prazo de 30 dias depois de alcançado a participação de 90%, ou, ainda quando tenha comunicado, deixou passar o prazo de 60 dias seguintes sem realizar a oferta; e, por fim, o sócio minoritário deve requerer por escrito à sociedade dominante que lhe faça em certo prazo a proposta de aquisição de sua participação, mas esta não é realizada ou é considerada insatisfatória.

O sócio minoritário não poderá determinar a natureza e a espécie da contrapartida, apenas poderá apresentar preferências quanto a isso no convite a contratar. Caberá à sociedade dominante, enquanto oferente da proposta, fixar o objeto da contrapartida¹⁷¹.

¹⁶⁹ ANTUNES, Ana Felipa Morais. A aquisição tendente ao domínio total no Direito Societário e no Direito dos Valores Mobiliários. In: *Aquisição de empresas*. CÂMARA, Paulo (Coord.). Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 338.

¹⁷⁰ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. ABREU, J. M. Coutinho de (Coord.). Coimbra: Almedina, 2014, p. 167.

¹⁷¹ *Ibidem*, p. 168. No mesmo sentido: VENTURA, Raúl. *Estudos vários sobre sociedade anónimas*. Almedina: Coimbra, 1992, p. 170; SÁ, Liliana da Silva. *op. cit.*, p. 167. Contudo, há quem entenda que, se o direito de aquisição potestativa conferido à sociedade dominante implica a esta a fixação da contrapartida, de modo análogo, o direito de alienação potestativa conferido aos minoritários deveria possibilitar estes fixar a contrapartida. Cfr.: PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egidio. A Aquisição tendente ao domínio total. Breves reflexões sobre o art. 490º do Código de Sociedades Comerciais. *O Direito*, N.º IV, Ano 140º (2008), p. 963.

Assim, se a sociedade fizer a oferta e houver a aceitação do minoritário, a aquisição dar-se-á contratualmente. Contudo, na ausência de proposta ou se esta for considerada insatisfatória¹⁷² pelo minoritário, este poderá alienar sua participação potestativamente requerendo ao tribunal que: declare a aquisição desde o momento da propositura da ação; fixe o valor da contrapartida em dinheiro; condene a sociedade dominante na obrigação de pagar a contrapartida¹⁷³.

Desse modo, a aquisição das participações sociais remanescentes prevista n.º 6 do art. 490º opera-se sem a observância dos procedimentos legais e estatutários geralmente exigidos. Funda-se, pois, num ato judicial, o que pressupõe uma sentença constitutiva com efeitos retroativos, por meio do qual a sociedade dominante é considerada titular das referidas participações desde a data da proposição da ação.

4.2. Aquisição Tendente ao Domínio Total no CVM

A aquisição tendente ao domínio total está regulada, no CVM, nos artigos 194º a 197º da Seção III (Aquisição Tendente ao Domínio Total), do Capítulo III (Ofertas Públicas de Aquisição), do Título III (Ofertas Públicas), e aplica-se às sociedades com capital aberto ao investimento do público.

Trata-se de um regime especial, privativo das sociedades abertas¹⁷⁴, em face do regime comum, consagrado no art. 490º do CSC para as sociedades fechadas ao investimento ao público¹⁷⁵. Dessa forma, reconhece-se, no âmbito das sociedades abertas e no contexto das ofertas públicas de aquisição, os direitos de *buy-out* (arts. 194º e 195º do CVM) e *sell-out* (art. 196º do CVM).

¹⁷² O caráter insatisfatório da proposta (sujeito à prova pelo minoritário) pode dizer respeito tanto ao aspecto quantitativo da contrapartida, quanto à natureza do objeto dessa contrapartida (quotas, ações ou obrigações). Nesse sentido, cfr.: ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre .*op. cit.*, p. 168, nota 110.

¹⁷³ ANTUNES, Ana Felipa Morais. A aquisição tendente ao domínio total no Direito Societário e no Direito dos Valores Mobiliários. In: *Aquisição de empresas*. CÂMARA, Paulo (Coord.). Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 341.

¹⁷⁴ Cfr. art. 13º do CVM.

¹⁷⁵ ANTUNES, Ana Felipa Morais. *op. cit.*, p. 348.

Convém esclarecer que esse regime especial determinado pela CVM pressupõe a ocorrência de uma situação de saída do mercado, relacionando-se tanto à esfera mobiliária em geral, quanto à problemática do domínio em especial¹⁷⁶.

4.2.1. Justificativas para o Regime

A partir da vigência do CVM, a aquisição tendente ao domínio total de sociedades por ações de capital aberto deixou de ser regulada pelo art. 490º do CSC e passou a ser disciplinada pelos arts. 194º e seguintes daquele diploma. Assim, o n.º 7 do art. 490º do CSC remete para o CVM a regulamentação da aquisição tendente ao domínio total das sociedades com o capital aberto ao investimento do público.

A principal diferença entre esses regimes consiste no fato de que, para que seja possível a aquisição potestativa prevista no CVM, é necessário que antes tenha ocorrido uma OPA geral que permita alcançar uma posição dominante que corresponda a 90% ou mais dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada até a apuração dos resultados da oferta e 90% ou mais dos direitos de voto abrangidos na oferta.

Assim como no regime do CSC, um dos principais fundamentos alegados para o regime do CVM está na defesa de uma maior valorização dos interesses do sócio dominante em detrimento dos interesses sócios minoritários¹⁷⁷, sob a justificativa de que após se atingir uma posição em uma sociedade aberta com tamanha dimensão, o sócio dominante poderia não usufruir inteiramente essa posição em razão de possíveis divergências com os sócios remanescentes¹⁷⁸.

Ademais, argumenta-se que a possibilidade de aquisição potestativa na sequência de uma OPA incentiva o lançamento desta¹⁷⁹. Fato é que, em verdade, o instituto revela uma inclinação do direito das sociedades para um aspecto patrimonial em detrimento da socialidade empresarial.

¹⁷⁶ CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª Ed. Coimbra: Almedina, 2011, p. 752.

¹⁷⁷ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre .*op. cit.*, p. 170.

¹⁷⁸ A esse respeito, ver o desenvolvimentos e conclusões sobre os fundamentos das aquisições potestativas na Parte II deste trabalho.

¹⁷⁹ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre .*op. cit.*, p. 170-171.

4.2.2. Regime Jurídico

Como já foi mencionado anteriormente, a aquisição potestativa realizada na sequência de uma OPA é a forma mais comum de manifestação do instituto, com previsão em vários sistemas jurídicos. Não é à toa que, no direito europeu, a Directiva 2004/25/CE cuidou das aquisições e alienações potestativas nos arts. 15º e 16º.

a) Pressupostos

Nos termos do n.º 1 do art. 194º do CVM¹⁸⁰, qualquer sujeito que atinja, diretamente ou por imputação nos termos do art. 20º, na sequência de uma OPA geral e total em que a sociedade aberta visada tenha como lei pessoal a portuguesa, 90% da totalidade dos direitos de voto e 90% dos direitos de voto abrangidos pela OPA pode, nos três meses subsequentes, adquirir as ações remanescentes mediante contrapartida justa, em dinheiro, calculada nos termos do artigo 188º¹⁸¹.

Logo, para a aplicação da referida norma, faz-se necessário que¹⁸²: a sociedade visada seja uma sociedade aberta; a sociedade visada possua como lei pessoal a lei portuguesa; tenha havido o lançamento de uma OPA geral (dirigida à generalidade dos acionistas da sociedade visada) e universal (tenha por objeto a totalidade das ações); e, por fim, que o oferente detenha pelo menos 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital

¹⁸⁰ Redação do artigo 194.º (Aquisição Potestativa), *in verbis*:

1 - 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 pode, nos três meses subsequentes, adquirir as acções remanescentes mediante contrapartida justa, em dinheiro, calculada nos termos do artigo 188.º

2 - Se 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, presume-se que a contrapartida da oferta corresponde a uma contrapartida justa da aquisição das acções remanescentes.

3 - O sócio dominante que tome a decisão de aquisição potestativa deve publicar de imediato anúncio preliminar e enviá-lo à CMVM para efeitos de registo.

4 - 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

5 - 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.

¹⁸¹ PIRES, César Manuel Ferreira. A oferta pública de aquisição tendente ao domínio total. *Reflexões, Revista Científica da Universidade Lusófona do Porto*, N.º 2, 2º Semestre, Ano: 2007, p. 99.

¹⁸² ANTUNES, Ana Felipa Morais. *op. cit.*, pp. 348-349.

social da sociedade visada até o apuramento dos resultados da oferta, e de pelo menos 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta¹⁸³.

Cumpra esclarecer que o art. 194º, n.º 1 não limita a aplicação do preceito às hipóteses em que as aquisições são efetuadas por meio da própria OPA¹⁸⁴. Isto é, as aquisições que ocorrem na pendência da oferta, mas fora dela, nos termos do art. 180º, também serão contabilizadas para fins de atingimento do percentual exigido.

Da mesma forma, conforme estabelece o n.º 2 do art. 180º, as aquisições de valores mobiliários da mesma categoria dos que são visados pela OPA ou que integram a contrapartida e que ocorram após a publicação do anúncio preliminar também serão imputadas no cálculo da quantidade mínima que o adquirente se propõe adquirir.

Diferente do regime do art. 490º do CSC, que se aplica apenas às sociedades com sede em Portugal¹⁸⁵, permite-se que qualquer sujeito (não precisa ser uma sociedade), com domicílio em Portugal ou no estrangeiro, adquira potestativamente as ações remanescentes da sociedade-alvo.

Ademais, deve-se destacar que, enquanto o art. 490º do CSC exige a posse dos 90% referentes ao valor total das participações, o art. 194º do CVM exige a detenção de 90% da totalidade dos direitos de voto e 90% dos direitos de voto abrangidos pela OPA¹⁸⁶. Outra diferença refere-se ao fato de que, para a aplicação do art. 490º do CSC, o que interessa calcular é a parte do capital social de que a sociedade dominante dispõe, e não os votos de que a sociedade dominante disponha relativamente ao total correspondente ao capital social. Além disso, o art. 194º do CVM não pressupõe uma prévia oferta de aquisição como a prevista no n.º 3 do art. 490º do CSC.

Fato é que, preenchidos os pressupostos mencionados, reconhece-se ao oferente a faculdade de, nos três meses subsequentes¹⁸⁷, adquirir as ações remanescentes, mediante

¹⁸³ Essa exigência foi introduzida pelo Decreto-lei 219/2006, de 2 de novembro, e reflete a opção do legislador pela adoção do art. 15º, 2, b da Directiva 2004/25/CE.

¹⁸⁴ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre, *op. cit.*, p. 172.

¹⁸⁵ Há quem defenda, como Pereira Dias, que a exigência de sede em Portugal do art. 490º aplica-se relativamente às sociedades dominantes, em Estado membro da U.E., ou conforme Morais Antunes, que basta que uma das sociedades (dominante ou dominada) cumpra o referido requisito. Cfr.: ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *op. cit.*, p. 142, nota 11.

¹⁸⁶ *Ibidem*, nota 13.

¹⁸⁷ Prazo alterado pelo Decreto-lei 216/2006, que transpõe a Directiva 2004/25/CE, adequando-se ao n.º 4 do art. 15º deste diploma. Ressalte-se que o art. 194º não deixa claro qual o momento a partir do qual contam-se os três meses. Segundo Coutinho de Abreu e Soveral Martins, o preceito parece indicar que é a partir do

contrapartida justa, necessariamente de natureza pecuniária, calculada nos termos do art. 188º do CVM.

b) A Decisão sobre a Aquisição Potestativa

A fixação do momento da tomada de decisão da aquisição potestativa é indispensável tendo em vista que o n.º 3 do art. 194º prevê a necessidade de publicação imediata de anúncio preliminar. Tratando-se de oferente pessoa singular, a decisão ocorrerá mediante um ato interior, já se for uma pessoa coletiva, a decisão deverá ser tomada pelo órgão competente para tal.

c) Anúncio Preliminar

Assim que a decisão de aquisição potestativa seja tomada, o sócio dominante deverá publicar imediatamente o anúncio preliminar. Este, por sua vez, deverá apresentar um conteúdo compatível com o art. 176º, n.º 1, a) a e) do CVM.

Desse modo, o anúncio preliminar deverá conter o nome, a denominação ou firma do sócio dominante e seu domicílio ou sede, a firma e sede a sociedade visada, os valores mobiliários objetos da aquisição, a contrapartida oferecida e o intermediário financeiro encarregado da assistência à aquisição, caso este ainda não tenha sido designado.

Além do dever de publicação do anúncio preliminar, o sócio deverá, ainda, enviá-lo para registro junto à Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), de acordo com o n.º 3 do art. 194º.

A referida publicação tem papel significativo considerando que, nos termos do n.º 5 do art. 194º, sua realização obriga o sócio dominante a consignar a contrapartida em depósito junto à instituição de crédito, à ordem dos titulares remanescentes.

apuramento dos resultados da oferta, entretanto, o art. 15º da Directiva das OPAs dispõe que a contagem se inicia do termo do prazo da aceitação da oferta. Cfr.: ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *op. cit.*, p. 173.

d) A Contrapartida em Depósito

A partir da publicação do anúncio preliminar, o sócio dominante fica obrigado a consignar a contrapartida em depósito junto à instituição de crédito à ordem dos titulares das ações remanescentes, e essa obrigação será fiscalizada pela CMVM¹⁸⁸. Quanto à forma dessa consignação em depósito¹⁸⁹, o legislador não deixou as mesmas dúvidas suscitadas pelo art. 490º, dispensando aqui o recurso ao processo judicial previsto no CPC.

A contrapartida deverá ser justa e em dinheiro e seu cálculo deverá obedecer aos critérios estabelecidos no n.º 1 do art. 188º do CVM¹⁹⁰. Assim sendo, a determinação da contrapartida não pode ser inferior ao mais elevado dos seguintes valores: o mais elevado preço pago na aquisição de valores mobiliários de mesma categoria nos últimos seis meses pelo oferente ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, esteja em algumas das situações do n.º 1 do art. 20º; e o preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período.

Caso a contrapartida não possa ser determinada por recurso aos critérios mencionados no n.º 1 do 188º, ou ainda se a CMVM entender que a contrapartida, em dinheiro ou em valores mobiliários, proposta pelo oferente não esteja devidamente justificada ou não seja equitativa, por ser insuficiente ou excessiva, o n.º 2 do art. 188º prevê então um recurso a um auditor independente designado pela CMVM, que fixará a contrapartida mínima.

A preocupação quanto à transparência dessa designação do auditor e quanto aos critérios adotados justifica a disposição do n.º 4 do art. 188º em exigir a imediata divulgação ao público do ato de designação bem como do valor da contrapartida mínima fixada pelo referido auditor¹⁹¹.

O n.º 3 do art. 188º estabelece três hipóteses em que a contrapartida não se presume equitativa. Contudo, tratam-se, com efeito, de conceitos indeterminados, cabendo à doutrina e à jurisprudência a concretização do referido parâmetro. Por outro lado, o n.º 2 do art. 194º

¹⁸⁸ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *op. cit.*, p. 174.

¹⁸⁹ ANTUNES, Ana Felipa Morais. A aquisição tendente ao domínio total no Direito Societário e no Direito dos Valores Mobiliários. In: *Aquisição de empresas*. CÂMARA, Paulo (Coord.). Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 355.

¹⁹⁰ Cfr. n.º 1 do art. 194º do CVM.

¹⁹¹ ANTUNES, Ana Felipa Morais. *op. cit.*, p. 348.

consagra uma presunção de justeza da contrapartida se a oferta que permitiu a aquisição potestativa foi geral e voluntária e em resultado dessa oferta o oferente adquiriu valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital social com direito de voto abrangido pela oferta¹⁹². Ressalte-se, no entanto, que ambas as presunções são suscetíveis de serem afastadas¹⁹³.

e) Implicações da Decisão de Exercício do Direito de Aquisição Potestativa após o Registro junto à CMVM

O n.º 3 do art. 194º estabelece que a decisão de aquisição potestativa deve ser publicada de imediato através de anúncio preliminar que, em seguida, deverá ser enviado para a CMVM para efeitos de registro. Conforme destaca Coutinho de Abreu e Soveral Martins¹⁹⁴, *essa previsão visa o controle de legalidade e de conformidade com os regulamentos (art. 365º, n.º 1), [...] Além disso, parece aceitar que, após o registo, já não pode o sócio dominante voltar atrás.*

O n.º 1 do art. 195º¹⁹⁵ estabelece os procedimentos necessários para que a aquisição potestativa seja plenamente eficaz: o próprio interessado (leia-se, quem tomou a decisão de adquirir as ações restantes) deverá realizar a publicação do registro na CMVM, e será a partir desse momento que a decisão se tornará eficaz. Logo, em se tratando de ações tituladas nominativas, a aquisição ocorrerá independentemente de declaração de transmissão aposta nos títulos; tratando-se de ações tituladas ao portador, ocorrerá independentemente da

¹⁹² Cfr. n.º 5 do art. 15º da Directiva 2004/25/CE.

¹⁹³ ANTUNES, Ana Felipa Morais. *op. cit.*, p. 354, nota 92. Ver também: ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *op. cit.*, p. 175.

¹⁹⁴ *Ibidem.*

¹⁹⁵ Reza o artigo 195.º do CVM:

1 - A aquisição torna-se eficaz a partir da publicação, pelo interessado, do registo na CMVM.

2 - A CMVM envia à entidade gestora do sistema centralizado ou à entidade registadora das ações as informações necessárias para a transferência entre contas.

3 - Se as ações forem tituladas e não estiverem integradas em sistema centralizado, a sociedade procede à emissão de novos títulos representativos das ações adquiridas, servindo os títulos antigos apenas para legitimar o recebimento da contrapartida.

4 - A aquisição implica, em termos imediatos, a perda da qualidade de sociedade aberta da sociedade e a exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade e dos valores mobiliários que a elas dão direito, ficando vedada a readmissão durante um ano.

entrega dos títulos; e, em relação às ações escriturais, a transmissão se dará sem necessidade de registro na conta do adquirente¹⁹⁶.

Com efeito, a falta de publicação do registro resultará em uma ineficácia em sentido estrito, tendo em vista que a produção de todos os efeitos da aquisição potestativa depende exclusivamente de uma circunstância extrínseca aos elementos internos do negócio. Assim, muito embora a maior parte dos atos sujeitos a registro estejam sujeitos à ineficácia relativa, a ausência do procedimento de publicação do registro imposto pelo art. 195º dá lugar à ineficácia absoluta¹⁹⁷, operando *erga omnes*, o que significa poder ser invocada quer pelos sócios titulares das ações remanescentes, quer por terceiro interessados em negociar com os últimos.

Tornando-se eficaz a aquisição, o n.º 2 do art. 195º dispõe que a CMVM deverá enviar à entidade gestora do sistema centralizado ou à entidade registradora das ações as informações necessárias para a transferência entre contas que devem ser realizadas em sequência da aquisição potestativa. Essa transferência opera-se através de movimentos contrários, isto é, lança-se a débito na conta de origem e a crédito na conta de destino, podendo ainda ser interna, quando for realizada dentro do mesmo intermediário financeiro, ou externa, quando for realizada de um intermediário financeiro para outro¹⁹⁸.

Importa esclarecer que a integração em sistema centralizado é obrigatória quando as ações estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado¹⁹⁹. E, caso as ações não estejam integradas em sistema centralizado de valores mobiliários, a entidade registradora será um intermediário financeiro ou a entidade emitente²⁰⁰.

Levando em consideração que as sociedades abertas não possuem necessariamente suas ações admitidas à regulamentação em mercado regulamentado, e que, nessa circunstância, tende a ser mais difícil e moroso obter a devolução dos títulos representativos dessas ações, o n.º 3 do art. 195º prevê que, nesses casos, a sociedade visada deverá emitir novos títulos representativos das ações adquiridas, os quais deverão ser entregues por essa

¹⁹⁶ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *op. cit.*, p. 175.

¹⁹⁷ PIRES, César Manuel Ferreira. A oferta pública de aquisição tendente ao domínio total. *Reflexões, Revista Científica da Universidade Lusófona do Porto*, N.º 2, 2º Semestre, Ano: 2007, p. 108.

¹⁹⁸ *Ibidem*, p. 109.

¹⁹⁹ Cfr. Arts. 63º e 99º, n.º 2, a) do CVM.

²⁰⁰ Cfr. arts. 63º, 64º e 102º, n.º 1 do CVM.

sociedade ao adquirente²⁰¹. Desse modo, os títulos antigos passam a representar apenas documentos de legitimação para o recebimento da contrapartida²⁰².

Além disso, o n.º 4 do art. 195º tipifica duas consequências da realização de uma aquisição potestativa, a saber: por um lado, perde-se a qualidade de sociedade aberta; por outro lado, há a exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações e outros valores mobiliários que deem direito a estas, ficando vedada sua readmissão após um ano²⁰³.

Por fim, como bem destacam Coutinho de Abreu e Soveral Martins²⁰⁴, caso a aquisição potestativa conduza ao domínio total superveniente por uma sociedade por quotas, anónima ou em comandita por ações, será aplicável o art. 489º do CSC²⁰⁵, podendo, assim, formar-se um grupo de sociedades nesses termos.

f) Alienação Potestativa

O legislador consagrou, também nesta sede, o direito à alienação potestativa das participações dos sócios minoritários, com previsão no art. 196º do CVM²⁰⁶. Esse direito justifica-se tendo em vista que, dentro do contexto dos patamares previstos no art. 194º, n.º 1, os sócios remanescentes podem enfrentar imensa dificuldade em alienar suas ações a outrem que não seja o sócio dominante²⁰⁷. E, por essa razão, é muito provável que o preço das ações seja desvalorizado em razão da redução da procura das mesmas.

²⁰¹ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre, *op. cit.*, p. 175.

²⁰² PIRES, César Manuel Ferreira, *op. cit.*, p. 109.

²⁰³ O decreto-lei 219/2006 aditou a perda da qualidade de sociedade aberta, além de reduzir o prazo de exclusão do mercado de dois para um ano. Cfr.: ANTUNES, Ana Filipa Morais, *op. cit.*, p. 355, nota 95.

²⁰⁴ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre, *op. cit.*, p. 177.

²⁰⁵ Ressalte-se que o art. 489º do CSC não exige que a sociedade dominada seja unipessoal.

²⁰⁶ Dispõe o artigo 196.º (Alienação potestativa):

1 - Cada um dos titulares das acções remanescentes, nos três meses subsequentes ao apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição referida no n.º 1 do artigo 194.º, exercer o direito de alienação potestativa, devendo antes, para o efeito, dirigir por escrito ao sócio dominante convite para que, no prazo de oito dias, lhe faça proposta de aquisição das suas acções.

2 - Na falta da proposta a que se refere o número anterior ou se esta não for considerada satisfatória, qualquer titular de acções remanescentes pode tomar a decisão de alienação potestativa, mediante declaração perante a CMVM acompanhada de:

a) Documento comprovativo de consignação em depósito ou de bloqueio das acções a alienar;
b) Indicação da contrapartida calculada nos termos dos n.os 1 e 2 do artigo 194.º

3 - Verificados pela CMVM os requisitos da alienação, esta torna-se eficaz a partir da notificação por aquela autoridade ao sócio dominante.

4 - A certidão comprovativa da notificação constitui título executivo.

²⁰⁷ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre, *op. cit.*, p. 177.

Caso o sócio dominante opte por realizar a aquisição potestativa, os sócios remanescentes sairão da sociedade. Entretanto, caso o sócio dominante não realize a aquisição, os sócios poderão alienar suas participações com base no art. 196º do CVM.

Assim, o n.º 1 do art. 196º estabelece que, nos três primeiros meses²⁰⁸ subsequentes ao apuramento dos resultados da OPA referido no n.º 1 do art. 194º, cada minoritário poderá dirigir um convite por escrito ao sócio dominante para que este lhe faça, no prazo de oito dias, uma proposta de aquisição de suas ações.

Faz-se mister destacar que os prazos para a aquisição e alienação potestativas são iguais e correm em concomitância²⁰⁹. Assim, o convite deverá ser realizado dentro do prazo de três meses subsequentes ao apuramento dos resultados da OPA, mas com antecedência mínima para que possa permitir que o sócio dominante apresente a proposta de aquisição no prazo de oito dias.

Havendo proposta, se o minoritário aceitar, as ações serão transmitidas por meio de contrato. Contudo, não existindo proposta, ou se esta não for considerada satisfatória, o minoritário possui o direito potestativo de aliená-las por ocasião de declaração perante a CMVM. Compreende-se, então, que a decisão de alienação potestativa é tomada mediante a referida declaração. Nesse sentido, as pessoas coletivas deverão observar os requisitos legais e estatutários necessários à formação de vontade.

Caberá aos próprios titulares das ações remanescentes a consignação em depósito ou o bloqueio das ações a alienar, bem como a indicação da contrapartida calculada nos termos do art. 188º do CVM²¹⁰. E, os documentos comprovativos desses atos deverão ser anexados ao pedido de declaração potestativa.

Assim como ocorre quanto ao processo de aquisição potestativa, na alienação potestativa a contrapartida também deverá ser justa, em dinheiro e calculada segundo as regras do art. 188º do CVM. No entanto, surge uma dificuldade quanto à aplicação do n.º 1 do referido artigo, tendo em vista que essa regra leva em consideração um período de seis

²⁰⁸ Cfr. o n.º 3 do art. 16º da Directiva 2004/25/CE, que manda aplicar à alienação potestativa o n.º 4 do art. 15º, com as devidas adaptações.

²⁰⁹ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *op. cit.*, p. 178.

²¹⁰ ANTUNES, Ana Felipa Morais. A aquisição tendente ao domínio total no Direito Societário e no Direito dos Valores Mobiliários. In: *Aquisição de empresas*. CÂMARA, Paulo (Coord.). Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 357.

meses anteriores à data de publicação do *anúncio preliminar*, contudo, o referido anúncio não existe na alienação potestativa. Segundo Coutinho de Abreu e Soveral Martins²¹¹, deve-se considerar, para fins de contagem dos seis meses anteriores, o momento em que o titular das ações remanescentes convida o sócio dominante para que este realize uma proposta de aquisição de suas ações.

Realizada a declaração junto à CMVM, esta verificará o cumprimento dos requisitos necessários para que a aquisição ocorra. E, em caso afirmativo, notificará o sócio dominante, momento a partir do qual a alienação torna-se eficaz, nos termos do n.º 3 do art. 195º.

Outrossim, o n.º 4 do art. 195º estabelece que a certidão comprovativa da notificação constitui título executivo, servindo de garantia ao alienante caso o sócio dominante não realize a contrapartida devida²¹².

Ademais, do mesmo modo que ocorre com relação à aquisição potestativa²¹³, caso a alienação potestativa conduza ao domínio total superveniente por uma sociedade por quotas, anónima ou em comandita por ações, será aplicável o art. 489º do CSC, podendo, assim, formar-se um grupo de sociedades nesses termos.

²¹¹ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *op. cit.*, p. 180. Ver também: CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª Ed. Coimbra: Almedina, 2011, p. 762.

²¹² PIRES, César Manuel Ferreira. *op. cit.*, p. 111.

²¹³ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *op. cit.*, p. 180.

PARTE II - ANÁLISE ECONÔMICA DAS AQUISIÇÕES POTESTATIVAS

A compreensão do instituto da aquisição tendente ao domínio total permite-nos afirmar que o legislador impõe condições específicas para o exercício do direito de aquisição potestativa, justamente por estar em causa a exclusão das participações sociais dos sócios minoritários. Contudo, ainda permanece em aberta a questão do porquê o legislador prevê o instituto nessas condições.

Diversas justificativas reiteram a existência e legitimidade da figura em estudo, dentre elas, apesar de não revelar conclusões irrefutáveis, importantes contributos são retirados a partir de uma análise econômica do direito sobre a aquisição potestativa. O presente capítulo dedica-se então à análise crítica dos principais fundamentos levantados por essa vertente do direito, não tanto como doutrina a ser seguida, mas sobretudo como forma de compreender em toda a extensão os argumentos por ela utilizados.

CAPÍTULO 1: APONTAMENTOS SOBRE ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

1.1. Considerações Iniciais sobre a Análise Econômica do Direito

A Análise Econômica do Direito (AED) pode ser definida como uma proposta de compreensão do direito que pressupõe a assunção de um sistema que aloca incentivos e responsabilidades dentro de um modelo econômico, podendo e devendo ser analisado sob uma ótica de critérios econômicos, entre eles a eficiência. Trata-se, pois, de submeter o jurídico a uma perspectiva econômica, de modo que a compreensão da sociedade ou de qualquer prática social se realize mediante a consideração de uma lógica de mercado²¹⁴. Assim, seja em um momento teórico, de análise crítica, seja em um momento normativo, de intenção reformuladora ou regulativa, o direito será determinado e construído no sentido da eficiência econômica²¹⁵.

²¹⁴ CASTANHEIRA NEVES, António. Entre o Legislador, a Sociedade e o Juiz ou Entre Sistema, Função e Problema – Os Modelos Actualmente Alternativos da Realização Jurisdicional do Direito. *Boletim da Faculdade de Direito*, Volume LXXIV, Universidade de Coimbra, Coimbra: 1998, pp.26-27.

²¹⁵ CASTANHEIRA NEVES, António. *Apontamentos Complementares de Teoria do Direito: Lições Proferidas no Ano Lectivo de 1998/1999*. Coimbra: Policopiado, 1998, p. 17.

Consoante afirma Castanheira Neves²¹⁶, a AED baseia-se no conceito de economia como a *ciência que estuda os comportamentos humanos referidos à relação entre fins e meios escassos, a implicar, por isso, escolhas ou utilizações alternativas*, isto é, quando da necessidade de uma escolha por um agente econômico, há um confronto entre desejos humanos (ilimitados) e a respectiva escassez de recursos. Dessa forma, a escolha racional pauta-se na procura de uma alternativa que propicie uma melhor satisfação dos desejos envolvidos nesse ambiente de escassez de recursos.

A base para a análise a seguir está nos estudos de Ronald Coase, que examinou o problema dos custos sociais ou efeitos externos produzidos pelas atividades econômicas, criticando o papel intervencionista do Estado. Em sua teoria, Coase empregou a expressão *custos de transação* para se referir aos distintos impedimentos à negociação. Nesse sentido, a negociação é necessariamente exitosa quando os custos de transação são iguais a zero.

De acordo com o Teorema de Coase, quando os custos de transação são suficientemente baixos, os recursos serão usados eficientemente, não importando a atribuição inicial dos direitos de propriedade. Por outro lado, quando os custos de transação forem suficientemente altos para impedir a negociação, o uso eficiente dos recursos dependerá do modo de atribuição dos direitos de propriedade²¹⁷.

Com base nisso, o movimento da AED busca examinar o campo do jurídico mediante duas perspectivas: a positiva, que estuda, com base no critério de maximização de riquezas, o impacto das normas jurídicas no comportamento dos agentes econômicos; e a normativa, em que se identificam as vantagens das normas jurídicas em face do bem-estar social, cotejando-se as suas possíveis consequências²¹⁸. Desse modo, o pragmatismo próprio do funcionalismo econômico pressupõe um exame pelo aplicador do direito, em cada caso, sobre quais consequências possíveis deverão prevalecer, sempre tendo presente a noção de eficiência econômica.

²¹⁶Idem, p. 18.

²¹⁷ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law and Economics. 5a Ed.* Boston: Pearson Addison-Wesley, 2008, p. 103.

²¹⁸ MORAIS DA ROSA, Alexandre; AROSO LINHARES, José Manuel. *Diálogos com law e economics.* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009, p.57.

O presente estudo será considerado sob a ótica da análise positiva, porquanto pretende utilizar a teoria econômica para analisar descritivamente a estrutura normativa das aquisições potestativas, do que indiretamente resultará também uma análise normativa.

Insta esclarecer que a admissibilidade metodológica de uma análise econômica das aquisições potestativas impõe que a proteção dos interesses individuais dos acionistas ceda lugar para uma visão supraindividual, orientada segundo uma concepção global de eficiência econômica. Em outras palavras, deve-se considerar que a regulamentação de interesses individuais das partes gera também um aumento do bem-estar geral²¹⁹.

1.2. Critérios de Eficiência

Como mencionado, a perspectiva econômica enxerga o direito como uma instituição que deve promover a eficiência, contribuindo, dessa forma, para a melhoria do bem-estar social. Nesse sentido, a AED deixaria de ser mero instrumento, passando a deter um papel importante no meio social como método de consecução da justiça.

Seguindo a lógica econômica, assume-se que os indivíduos, ao tomarem suas decisões, as façam no intuito de buscar a melhor alocação dos bens. E, tendo em vista a escassez de recursos, faz-se necessário que as ações e decisões humanas sejam eficientes. Portanto, pode-se afirmar que a eficiência econômica está intimamente relacionada à maximização da riqueza e do bem-estar social.

A compreensão do conceito de eficiência, tal como entendido pela AED, pressupõe a compreensão dos critérios de Pareto e de Kaldor-Hicks.

Segundo o critério de Pareto (também denominado *Ótimo de Pareto*), o bem-estar máximo de uma sociedade é alcançado quando não existir outro estado tal que seja possível aumentar o bem-estar de um indivíduo sem diminuir o bem-estar de outro. Isto é, a eficiência é entendida como um ponto de equilíbrio a partir do qual se torna impossível melhorar a situação de um agente sem piorar a situação de outro²²⁰.

²¹⁹ HESKAMP, Jan. *Der Einfluss des Aktienrechtlichen Squeeze-Out aus das Bestandsinteresse der Minderheitaktionäre*. Baden-Baden: Nomos, 2013, p. 167.

²²⁰ GARCIA, Fernando. Texto introdutório. In: PARETO, Vilfredo. *Manual de economia política*. (Trad. de João Guilherme Vargas Netto). São Paulo: Nova Cultural, 1996, p. 13.

Assim, ao se atingir o ótimo de Pareto, as partes não realizarão novas trocas voluntariamente, na medida em que cada bem estará nas mãos da pessoa que mais o valoriza. Conseqüentemente, uma configuração eficiente no sentido de Pareto implica um ótimo social, tendo em vista que, se pudéssemos mensurar a soma das utilidades individuais dos bens, o resultado seria o maior valor possível²²¹.

Contudo, raras são as situações nas quais há ganhos para todas as partes envolvidas. Por essa razão, o critério de eficiência de Pareto sofre críticas quanto a sua utilidade prática. De modo geral, para o ganho de uma parte haverá a correspondente perda da outra parte e isso se aplica inclusive para a análise das exclusões dos minoritários nas aquisições tendentes ao domínio total, isto é, adotando-se o critério de Pareto, não seria possível chegar a um resultado eficiente na análise do instituto tema deste trabalho²²².

Diante dessa dificuldade prática, Posner²²³ propôs a complementação do conceito de Pareto com o critério de Kaldor-Hicks (também conhecido como eficiência potencial de Pareto). Segundo esse critério, uma decisão eficiente deve aumentar o bem-estar dos ganhadores em um montante tal que seja possível, ao menos em tese, a compensação da redução do bem-estar dos perdedores. Isto é, destaca-se a importância da possibilidade de os ganhadores compensarem os perdedores em uma alocação de bens, ainda que efetivamente não venham a fazê-lo, viabilizando assim a aplicação da eficiência de Pareto ao caso concreto.

De acordo com Rachel Sztajn²²⁴, o modelo de eficiência em Kaldor-Hicks significa que as leis escritas devem ser utilizadas para causar o máximo de bem-estar, em relação ao maior número de indivíduos, na medida em que os ganhos gerais compensem as possíveis perdas sofridas individualmente por alguns.

Isso posto, para a análise proposta no presente estudo, o critério de eficiência Kaldor-Hicks parece ser mais adequado, uma vez que permite alcançar um estado de eficiência, mesmo que haja prejuízos para uma das partes envolvidas.

²²¹ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law and Economics*. 5a Ed. Boston: Pearson Addison-Wesley, 2008, pp. 17-18.

²²² KEHREN, Klaus Peter. *Geschichte und verfassungsrechtliche Rechtfertigung des Ausschlusses von Minderheitsgesellschaftern*. Baden-Baden: Nomos, 2013, p. 134.

²²³ POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 6a Ed. New York: Aspen Publishers, 2003, pp. 12-13.

²²⁴ SZTAJN, Rachel. *Law & Economics*. In: *Direito e Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações*. STAJN, Rachel; ZYLBERSTAJN, Décio (Org.). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 76.

1.3. Teoria Econômica dos Direitos de Propriedade

Tomando por base o Teorema de Coase, são premissas básicas para chegar a uma alocação eficiente de recursos: uma definição clara do direito de propriedade e a ausência de custos de transação entre os agentes. O estado ideal baseado no referido teorema é impossível de ser alcançado na prática. Contudo, pode-se aproximar dessa condição ideal quando se elimina normas legais ineficientes. Para tal feito, faz-se mister analisar a realidade das normas jurídicas quanto à eficiência ou não da alocação de recursos nelas propostas.

Nesse sentido, uma parte relevante da AED dedica-se precisamente ao estudo de um sistema bem definido de atribuição de direitos de propriedade sobre bens específicos e de como a distribuição e troca desses direitos pode levar ou não a uma alocação eficiente de recursos através do mercado.

Assume-se, então, que é a partir da forma como é regulado o direito de propriedade que as pessoas reconhecem que uma determinada coisa pertence a um indivíduo e não a outro, e, além disso, define-se também o grau de liberdade com que o proprietário poderá dispor de seus bens. Desse modo, o exercício do direito de propriedade sobre determinado bem é pressuposto indispensável para que o indivíduo possa negociar esse bem ou mesmo contratar com outros²²⁵.

De acordo com Jan Heskamp²²⁶, os direitos de propriedade especificam normas de comportamento que o indivíduo deve observar na interação com os outros, isto é, regula-se as relações econômicas e sociais estabelecendo a posição de cada indivíduo quanto à utilização de recursos escassos.

A teoria dos direitos de propriedade, tal como estudada pela *Law and Economics*, é uma das bases teóricas da fundamentação econômica da aquisição tendente ao domínio total. Nesse sentido, o instituto ora estudado pode ser descrito, dentro da perspectiva da

²²⁵ VERA, Flávia Santinoni. A Análise Econômica da Propriedade. In: *Direito e Economia no Brasil*. TIMM, Luciano Benetti (Org.). São Paulo: Atlas, 2014, p. 201.

²²⁶ HESKAMP, Jan. *op. cit.*, p. 170.

AED, como a perda do direito de propriedade das participações sociais dos sócios minoritários²²⁷.

1.3.1. Regras de Propriedade e de Responsabilidade

Os estudos de AED sobre os sistemas de atribuição dos direitos de propriedade são em boa parte influenciados pela teoria desenvolvida por Guido Calabresi e Douglas Melamed²²⁸, cuja ideia central consiste em sistematizar os vários remédios legais disponíveis dentro de um quadro transacional envolvendo direitos relacionados à propriedade.

Segundo os referidos autores, a primeira questão a ser enfrentada por qualquer sistema jurídico é o problema da titularidade de direitos (*entitlement*)²²⁹. Cada vez que um Estado defronta um conflito de interesses entre duas ou mais pessoas, ou mesmo entre dois ou mais grupos de pessoas, deverá decidir a qual parte favorecer, do contrário, a disputa será resolvida pela lei do mais forte.

Além disso, o Estado também deverá decidir sobre questões de ordem secundária, de modo a estabelecer instrumentos de defesa e limites para a garantia jurídica dos direitos, determinando, por exemplo, quando e como o direito poderá ser transferido, quais os meios de proteção e quais as modificações aceitáveis²³⁰.

Nesse sentido, Calabresi e Melamed defendem que as regras de propriedade estabelecem a possibilidade do titular de um direito ou bem decidir sobre a transferência ou

²²⁷ Cumpre esclarecer que a natureza jurídica da participação social tem sido objeto de grande discussão doutrinária e jurisprudencial. Há quem defenda, baseada numa concepção savigniana de personalidade jurídica, a identificação da participação social como objeto de puro direito de propriedade, isto é, mero título representativo de uma quota. Por outro lado, há quem adote uma concepção obrigacional da participação social, entendendo-a como direito de crédito, formado a partir de uma relação jurídica fruto de um contrato plurilateral. Outrossim, entre essas duas posições extremas, surgiram posições mitigadas que concebem a participação social ora como direito real em sentido econômico, ora como direito de crédito especial. Contudo, vem ganhando destaque a corrente doutrinária que entende a participação social como uma posição jurídica *sui generis*, podendo ser definida como a atribuição de um conjunto de direitos e obrigações perante uma entidade corporativa. Cfr.: ANTUNES, José A. Engrácia. *A Aquisição Tendente ao Domínio Total*. Da sua constitucionalidade. Coimbra: Coimbra editora, 2001, pp. 64-67.

²²⁸ CALABRESI, Guido; MELAMED, Douglas. Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One view of the Cathedral. *Harvard Law Review*, Nº 85: 1089-1128. 1972, Volume 6, p. 1972.

²²⁹ *Ibidem*, p. 1090.

²³⁰ FLORES FILHO, Edgar Gastón Jacobs; PRATA SURLO, Gerlis. Aplicação de regras de responsabilidade de inalienabilidade às situações jurídicas de propriedade: uma visão do direito brasileiro. *Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE) Annual Papers*, (Berkeley Program in Law and Economics) UC Berkeley, 2010, pp. 4-5. Disponível em: <<http://escholarship.org/uc/item/8w02w5sf>>.

não desses últimos, conforme entender conveniente, pois seus direitos e bens somente se transferem por um ato de vontade. Todavia, a proteção conferida pelas regras de responsabilidade não chega a impedir a transferência involuntária de um direito ou bem, mas resguarda ao lesado uma indenização²³¹.

Assim, de acordo com os supracitados autores, se os custos de transação forem baixos, as situações concretas podem ser protegidas por regras de propriedade. Dessa forma, cada indivíduo titular de um direito poderia decidir voluntariamente sobre sua transferência ou não. Por outro lado, se os custos de transação forem altos a ponto de impedir transferências de direitos que poderiam ser eficientes para as partes e para a sociedade, a melhor regra a se aplicar seria a de responsabilidade, segundo a qual o direito será protegido, mas o Estado pode estipular uma indenização para os casos de transferência involuntária ou destruição do direito.

Em outras palavras, a teoria dos direitos de propriedade possui como ponto de partida a distribuição dos direitos de propriedade de bens escassos em uma sociedade. E esses direitos de propriedade incluem as faculdades de uso, de fruição e de disposição dos bens objetos desses direitos.

No caso em que não haja custos adicionais para a transferência de tais direitos e que todos os indivíduos consigam maximizar seus benefícios individuais, *coeteris paribus*, a economia assume que, independentemente da distribuição inicial dos direitos de propriedade, o estado final das coisas será eficiente segundo o ótimo de Pareto.

1.4. Conflitos de Agência

Além da teoria dos direitos de propriedade acima mencionada, faz-se mister destacar um dos temas mais discutidos no direito empresarial: os conflitos de interesses oriundos das formas de estrutura proprietária empresarial.

De acordo com Armour²³², o Direito Empresarial desempenha duas funções gerais: a primeira é estabelecer uma estrutura para a forma corporativa, assim como constiuir regras

²³¹CALABRESI, Guido; MELAMED, Douglas, *op. cit.*, p. 1092.

²³²ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement. *Harvard John M. Olin Center for Law, Economics And Business*, Discussion Paper No. 644, julho,2009. pp.1-19. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/>.

necessárias ao apoio e manutenção dessa estrutura; a segunda consiste no esforço em controlar conflitos de interesses entre os diversos círculos empresariais, incluindo aqueles entre os *insiders*, tais como acionistas controladores e gestores de alto escalão, e os *outsiders*, tais como acionistas minoritários ou credores.

Esses conflitos são denominados na linguagem econômica como “conflitos de agência”. Em termos gerais, significa que o bem-estar de uma das partes, denominada "principal", depende de ações tomadas pela outra parte, o denominado “agente”. Dentre os inúmeros trabalhos sobre o tema, um verdadeiro divisor de águas foram os estudos desenvolvidos por Jensen e Meckling, os quais apresentaram três contribuições principais para uma nova modelagem teórica: a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias considerando os inevitáveis conflitos de interesse individuais; a definição de um novo conceito de custos de agência, relacionados à separação entre propriedade e controle; e a elaboração de uma nova definição da firma, descrevendo-a como um ponto de ligação para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos²³³.

Segundo Jensen e Meckling²³⁴, uma relação de agência pode ser definida como um contrato em que uma ou mais pessoas - o(s) principal(is) - delega poder a outra pessoa - o agente - para executar em seu nome um serviço que implique algum poder de decisão. Do ponto de vista econômico, ambas as partes dessa relação agem com intuito de maximizar a sua própria utilidade, de modo a aumentar seu bem-estar pessoal, o que, por conseguinte, pode implicar condutas com interesses diferentes. Essas divergências de interesses podem ser limitadas pelo principal por meio da aplicação de incentivos adequados para o agente, o que, por conseguinte, gera custos de monitoramento com vistas a limitar as atividades irregulares do agente. Ademais, em algumas situações, o principal arcará com custos de concessão de garantias contratuais, pagando ao agente para assegurar que o mesmo não promoverá ações que possam prejudicar o principal ou para assegurar que o principal será indenizado caso o agente promova essas ações.

²³³ SAITO, Richard; SILVEIRA, A. Di. M. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, Vol. 48, No 2, Fundação Getúlio Vargas, 2008, (abr/jun): p. 79.

²³⁴ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, V.3, No.4, outubro, 1976, pp.305-360. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043>.

Nesse contexto, um dos três problemas fundamentais de agência²³⁵ consubstancia-se nos conflitos de interesses entre acionistas minoritários e majoritários. A fim de resolver esses conflitos, o Direito Societário fornece aos acionistas minoritários algumas saídas contra o poder dos acionistas majoritários, dentre as quais, podemos citar: a reserva de assentos no órgão de administração, a adoção de votos múltiplos, as limitações dos direitos de votos que reduzem o poder dos acionistas majoritários, a exigência de maioria qualificada para aprovação de transações fundamentais, etc.

Desse modo, a aquisição potestativa pode ser vista como uma exceção ao sistema de proteção minoritária, como será melhor desenvolvido adiante.

CAPÍTULO 2: ANÁLISE ECONÔMICA DAS EXCLUSÕES DAS PARTICIPAÇÕES SOCIAIS NOS *SQUEEZE-OUTS*

2.1. A Eficiência do Regime de Participações Sociais Segundo a Teoria dos Direitos de Propriedade: o enquadramento como regra da propriedade ou como regra de responsabilidade

Para Jan Heskamp²³⁶, a problemática referente à supressão dos direitos individuais dos sócios minoritários por ocasião da aquisição forçada das participações sociais dos sócios minoritários pode ser solucionada a partir da investigação do direito de participação social como regra de propriedade ou como regra de responsabilidade.

Por um lado, a configuração da participação social como regra de propriedade atribui ao titular acionista da referida participação a competência para decidir sobre a alienação de seu direito, permitindo, por conseguinte, que o próprio titular dimensione ele mesmo seus interesses individuais quando de uma decisão sobre a venda de sua propriedade acionária.

²³⁵ O primeiro problema de agência envolve o conflito acionistas-proprietários e seus gestores contratados. O segundo problema envolve o conflito entre, por um lado, os acionistas majoritários e os minoritários. Por fim, o terceiro problema manifesta-se entre a firma em si e seus acionistas ou mesmo outras partes que com ela contratam. Cfr.: ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. What is Corporate law? In: *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and functional approach*. KRAAKMAN, Reinier et al (Org.) 2a Ed. Oxford University Press: 2009, p. 2.

²³⁶ *Ibidem*, p. 175.

Por outro lado, o enquadramento da participação social como regra de responsabilidade possui como consequência a atribuição do poder de decisão sobre a venda dessa participação a um terceiro, isto é, a decisão sobre a transação não será tomada pelos acionistas que serão afetados pela mesma. Logo, nesse caso não se pode determinar a utilidade individual uma vez que não há participação dos acionistas excluídos nesse procedimento. Destarte, a avaliação do preço da participação social deverá ser baseada em um julgamento objetivo, e, portanto, utilizando-se inevitavelmente um valor juridicamente independente²³⁷.

Essa diferença em relação à consideração dos interesses individuais permite a comparação entre a regra da propriedade e a regra da responsabilidade, de acordo com o impacto de cada um dos regimes sobre a exclusão de acionistas. A partir dessa comparação, o referido autor defende que a configuração da participação social como uma regra de responsabilidade ganha força sob o ponto de vista da eficiência²³⁸.

2.1.1. Inadequação Teórica de Abordagens Objetivas

Antes de mais, cumpre esclarecer que as análises econômicas já realizadas sobre aquisições potestativas adotam uma avaliação pautada sob a ótica de eficiência de Pareto, o que implica a suposição de que a exclusão de um acionista pode ser eficiente segundo o referido critério²³⁹. Isto é, essas abordagens assumem que a compensação em dinheiro destinada aos sócios excluídos pode ser teoricamente determinada e aplicada e tem por objetivo preservar a situação dos acionistas minoritários, retornando ao *status quo ante*.

Nesses estudos, os déficits de eficiência das normas reguladoras das aquisições potestativas ocorrem devido à utilização de um pressuposto objetivo mal avaliado, resultado da atribuição de um valor inferior para a indenização. Conforme elucida Jan Heskamp²⁴⁰, os referidos estudos desconsideram a incapacidade de se mensurar objetivamente os interesses subjetivos dos envolvidos para fins de fixação de contrapartida.

²³⁷ CALABRESI, Guido; MELAMED, Douglas. *op. cit.*, pp. 1106-1115.

²³⁸ HESKAMP, Jan. *op. cit.*, p. 175.

²³⁹ HESKAMP, Jan. *op. cit.*, p. 172.

²⁴⁰ *Ibidem*.

A hipótese de uma indenização determinável teórica e objetivamente conduziu, na prática, para a substituição dos benefícios individuais de um direito pelo valor de mercado destes, situação essa que também pode ser considerada inadequada sob o ponto de vista da própria análise econômica.

A razão para essa inadequação consiste, em primeiro lugar, no fato de se considerar impossível a adoção de um conceito de utilidade cardinal²⁴¹, uma vez que as comparações interpessoais de utilidades não possuem sentido. Ou seja, não há nenhuma maneira simples de interpretar como pessoas diferentes valorizam determinados feixes de consumo²⁴².

Como não é possível mensurar a utilidade cardinal das participações sociais, utiliza-se, para o procedimento de exclusão de acionistas minoritários, uma alternativa equivalente aos investimentos realizados pelos mesmos. Para tal, atribui-se à participação social um preço equivalente a ser pago.

Contudo, essa substituição significa também que alcançar uma avaliação exatamente equivalente é impossível. Então, para o cálculo de uma compensação que corresponda estritamente à perda subjetiva, considerando a lacuna entre o valor das participações sociais atribuído pelos acionistas atuais e o valor da indenização alternativa idealizada pelos acionistas excluídos, poderia levar a o uso de uma utilidade cardinal novamente.

Mesmo se fosse possível se atingir uma contrapartida estritamente equivalente, dispensando-se o uso de uma utilidade cardinal, a determinação dessa indenização ainda assim seria problemática. Isso porque a compensação será sempre determinada por alguém que não seja a parte afetada, isto é, por indivíduo que, de qualquer modo, não terá o conhecimento exato sobre as necessidades e utilidades individuais dos acionistas excluídos. Consequentemente, a determinação de uma indenização realizada por terceiro não impede a

²⁴¹ Pode-se afirmar que a teoria da utilidade cardinal assume o valor como uma função real de variável real em que existe uma escala cardinal que permite comparar as coisas em mais ou menos valiosas e em quanto mais valiosas são. Inicialmente, a microeconomia foi fundamentada nessa perspectiva. Posteriormente, no entanto, passou-se a entender que não é necessária a existência de uma escala cardinal de valores para justificar em termos teóricos o comportamento dos agentes econômicos, exigindo-se apenas uma função que ordene as preferências do indivíduo quanto à sua preferência relativamente às coisas disponíveis, o que se entende pela chamada “teoria da utilidade ordinal”. Cfr.: VIEIRA, Pedro Cosme da Costa. *Introdução à teoria do consumidor*. Versão Digital. Porto: Faculdade de Economia do Porto, 2004, pp. 80 e ss.

²⁴² SEN, Amartya Kumar. *Collective choice and social welfare*. Amsterdam: Elsevier Science, 1979, pp. 92 e seguintes.

insuficiência da avaliação para os acionistas excluídos, e isso representa, segundo as análises anteriores, um não atendimento às condições necessárias para que a exclusão dos minoritários possa ser considerada eficiente sob a óptica de Pareto.

Devido à impossibilidade de se utilizar uma medida de utilidade cardinal, bem como de se chegar a uma fixação de indenização exatamente equivalente aos investimentos dos sócios excluídos, a exclusão ocorrida mediante o exercício da aquisição potestativa sempre envolverá prejuízos em relação aos interesses subjetivos dos excluídos. Nesse sentido, resta evidente que os estudos anteriores baseados em uma abordagem objetivas não podem ser considerados eficientes segundo Pareto, justamente porque são baseados em uma falsa premissa de consideração das utilidades individuais, quando, em verdade, não a realizam em nenhum momento²⁴³.

Assim, importa assinalar que, segundo Heskamp, a fundamentação do procedimento da aquisição potestativa de acordo com a Teoria dos Direitos de Propriedade deve levar em consideração os interesses individuais em causa, evitando-se uma abordagem estritamente objetiva sobre o tema.

2.1.2. Superioridade Básica do Regime de Responsabilidade em razão dos Custos de Transação Proibitivos segundo Heskamp

Segundo Heskamp²⁴⁴, uma das principais razões para o uso de uma regra de responsabilidade, apesar da deterioração dos interesses subjetivos, é que esse regime permite a transferência do direito mesmo diante de custos de transação elevados ou proibitivos. Assim, a transferência torna-se possível inclusive em situações onde as negociações voluntárias seriam um fracasso.

²⁴³ HESKAMP, Jan. *op. cit.*, pp. 173-174.

²⁴⁴ *Ibidem*.

a) Custos de Transação Proibitivos nas Aquisições Potestativas

As permissões legais para a ocorrência de procedimentos de exclusão de acionistas podem ser justificadas por várias razões, inclusive em razão dos custos de transação proibitivos²⁴⁵.

Em primeiro lugar, as aquisições das participações sociais de acionistas minoritários apresentam custos de transação extremamente elevados ou mesmo proibitivos. Isso se explica tendo em vista que os potenciais parceiros de uma transação geralmente não se conhecem, circunstância essa que se verifica principalmente em empresas de capital aberto. Assim, caso a empresa não tenha emitido ações nominativas, isto é, aquelas que identificam o nome do proprietário, inserido-os no registro de ações da empresa, presume-se que a maioria dos pequenos acionistas é desconhecida.

Todavia, Heskamp destaca que, ainda quando se conheça a identidade das partes envolvidas na transação, muitas vezes o comportamento estratégico adotado pelas partes impede a ocorrência de uma negociação voluntária.

A primeira possibilidade de comportamento estratégico concentra-se no chamado “problema do carona” (*free-rider problem*²⁴⁶), por meio do qual determinados agentes - ou “caronas” - consomem mais do que a parcela justa de recursos, isto é, compartilham os benefícios de um bem sem contribuir para a sua criação.

Nessas condições, alguns indivíduos, através de uma razão individual, não reconhecem o verdadeiro custo do bem, de modo a desfrutar dos benefícios de seu uso sem contribuir com os custos para seu desenvolvimento. O problema de tal comportamento está no fato de que o estímulo para o incremento do bem é reduzido uma vez que seu uso deverá ser compartilhado com terceiros *free riders*.

Isso posto, especificamente no que diz respeito às regras sobre aquisições tendentes ao domínio total, pode-se afirmar que o oferente possui a expectativa de, a partir da tomada de controle da administração da sociedade, aumentar o valor da empresa e, ao mesmo tempo, poder se beneficiar como acionista. Essa vantagem tem sido associada aos benefícios da

²⁴⁵ ZANELLA, Cleunice; et. al. Conhecendo o Campo da Economia dos Custos de Transação: uma análise epistemológica a partir dos trabalhos de Oliver Williamson. *Revista de Ciências da Administração*, Vol. 17, n. 42, agosto, 2015, pp. 70 e ss.

²⁴⁶ A esse respeito, ver: GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1 (Spring, 1980), pp. 42-64.

exclusão dos sócios minoritários, procedimento esse que pode ser realizado mediante uma transação voluntária ou potestativa.

O problema do “carona” no procedimento de *squeeze-out* verifica-se precisamente quando a mencionada vantagem deixa de ser aferida mediante negociações voluntárias. Isso se explica na medida em que, quando há aumento do valor da empresa proporcionado pelo oferente, esse ganho é também partilhado com os demais acionistas sem que esses tenham contribuído para a sua ocorrência²⁴⁷.

Assim, Heskamp²⁴⁸ advoga que o problema do *free rider* nas aquisições potestativas é resultado do estabelecimento de uma posição jurídica com recursos deficitários para o sócio majoritário.

Outra possibilidade de comportamento estratégico e, portanto, mais uma justificativa para a ocorrência de custos de transação proibitivos, consiste no fato de que os negociadores devem confiar um no outro. Essa situação de dependência recíproca denomina-se, na linguagem da AED “monopólio bilateral” (*bilateral monopoly*).

Em suma, em situações de monopólio bilateral coexistem o monopólio da oferta e da demanda, e tanto o vendedor quanto o comprador podem influenciar diretamente os preços. Há, pela sua natureza, custos de transação muito elevados, pois tratam-se de situações em que ambas as partes têm um forte poder negocial, tentando obter o máximo de bem-estar possível, tornando-se muito difícil que ambas cedam para chegar a uma convergência de vontades²⁴⁹.

De acordo com Heskamp, a possibilidade de veto transacional por parte do acionista minoritário cria potenciais incentivos para que o mesmo superestime a apreciação da sua participação social, visando, assim, através do exercício de seu poder de barganha, obter o maior rendimento possível.

De modo diferente do primeiro comportamento estratégico, a causa para essa situação não reside na limitação da posição jurídica do titular da participação majoritária,

²⁴⁷ Heskamp trata do problema do *free rider* levando em conta as características da sociedade aberta, em especial a separação da pessoa do proprietário e usufrutuário da pessoa do administrador da sociedade empresária. Cfr.: HESKAMP, Jan. *op. cit*, p. 177.

²⁴⁸ *Ibidem*.

²⁴⁹ FRIEDMAN, David D. *Law's order: what economics has to do with law and why it matters*. New Jersey: Princeton University Press, 2000, pp. 87-89.

pelo contrário, concentra-se na excessiva atribuição de poder à posição jurídica do transmitente na medida em que a decisão da transação está inteiramente nas mãos deste último.

b) Superioridade Básica da Configuração da Participação Social como Regra de Responsabilidade

De acordo com Heskamp²⁵⁰, a existência de custos proibitivos no campo das decisões sobre exclusão dos sócios minoritários possui como consequência o fato das transferências voluntárias serem praticamente impossíveis quando a participação social é enquadrada como regra de propriedade. Para o referido autor, essa regra só deve ser aplicada, portanto, em transações que apresentem vantagens para todas as partes interessadas.

Considerando que as transações voluntárias podem representar um dano econômico aos potenciais compradores em razão de muitas vezes envolverem elevados valores (que são esperados pelas partes transmitentes), muitas vezes as mesmas não se materializam.

Assim, para o mencionado autor, a desvantagem da regra da propriedade quanto aos custos de transação proibitivos podem ser evitados pela adoção da regra da responsabilidade²⁵¹, na medida em que, pela aplicação dessa última regra, a transferência de direitos não é, de fato, dependente do consentimento do titular dos respectivos direitos. Para tal, é necessário apenas o pagamento de uma compensação aos titulares transmitentes. Desse modo, permite-se a realização de transferências das participações sociais mesmo diante de custos de transação proibitivos.

Além disso, Heskamp²⁵² ressalta que, por meio da adoção da regra da responsabilidade, impede-se que a média das transações seja ineficiente. Na discussão em tela, transferências ineficientes podem ser entendidas como aquelas em que o valor útil almejado previamente pelos proprietários das participações sociais minoritárias esteja acima do valor que será efetivamente determinado por uma compensação. Dessa forma, os adquirentes vão buscar a realização de uma transferência com valor acima do contrapartida determinada, mas não acima do valor almejado pelo titular da ação.

²⁵⁰ *Ibidem*, pp. 178-179.

²⁵¹ *Ibidem*, p. 179.

²⁵² *Ibidem*.

De acordo com o critério de eficiência de Kaldor-Hicks, essas transferências são consideradas ineficientes porque o adquirente simplesmente não pode compensar efectivamente o dano dos titulares do direito, sem que, na perspectiva desses últimos, essa transmissão seja desfavorável.

Assim, segundo os ensinamentos do mencionado autor, embora o regime de responsabilidade não seja capaz de evitar transmissões ineficientes consideradas individualmente, pode-se impedir a ineficiência global das transmissões, levando em conta a participação social como instituto-jurídico.

Em outras palavras, considerando as transmissões como um todo, a regra da responsabilidade impede que a perda-média dos transmitentes seja maior que o lucro-médio dos adquirentes. Essa funcionalidade satisfaz algumas vezes da doutrina²⁵³, na medida em que o montante da indenização corresponde à perda-média de utilidade de todos os titulares cedentes da propriedade.

Desse modo, apenas os adquirentes cujo ganho utilitário seja suficiente são considerados, de modo que a transmissão manifesta-se ainda vantajosa mesmo através do pagamento de uma indenização. Já os adquirentes a quem essa condição não se aplica não farão exercício de seu direito de aquisição potestativa.

Contudo, Heskamp ressalva que, na literatura, a exclusão dos acionistas minoritários não é medida pela média de utilidade das participações sociais para os acionistas cedentes, mas sim pelo preço de mercado²⁵⁴.

No entanto, a avaliação do desempenho do preço de mercado abrange apenas uma utilidade marginal. Em outras palavras, significa dizer que o preço de mercado reflete apenas a utilidade fornecida pelo último proprietário cedente ou ação adquirida por ele. A utilidade estará abaixo da utilidade das ações anteriormente vendidas, tendo em vista que o valor atribuído à última unidade cairá até a sua saturação. Consequentemente, a avaliação ao preço de mercado não representa a utilidade média das participações sociais para acionistas excluídos, de modo que uma compensação que utilize como medida o preço de mercado

²⁵³ HYLTON, Keith N. Property Rules And Liability Rules, Once Again. *Boston University School of Law, Working Paper Series, Law And Economics, Working Paper No. 05-17, September, 2005, p. 14.*

²⁵⁴ HESKAMP, Jan. *op. cit*, p. 180.

também não garante que a perda média dos acionistas cedentes seja menor que o ganho médio dos compradores.

Segundo Heskamp²⁵⁵, essa impossível compensação deixa de existir quando se considera a possibilidade de realizar uma compensação mediante um sistema de substituição, por meio do qual os acionistas cedentes poderiam escapar de uma baixa determinação de valor de suas participações mediante a troca de suas participações sociais pelo valor que originalmente pagaram. Embora não se assegure que, no âmbito individual, essa infraestrutura de trocas equivalha ao valor de utilidade da participação dado por cada acionista excluído; numa visão global, não há nada contrário à utilização desse mecanismo de troca com compensação correspondente ao valor original da participação social.

Portanto, seja no enquadramento da participação social como uma regra de responsabilidade, seja como regra de propriedade, pode ocorrer que uma única transferência ineficaz ponha em risco a eficiência da regulação de todas as outras em conjunto.

Contudo, as referidas configurações diferenciam-se no que se refere à realização de transferências eficientes. Isso porque, diante de custos de transação proibitivos, as transações eficientes só ocorrem a partir da configuração da participação social como regra de responsabilidade. Assim, nessas circunstâncias, o mencionado autor defende que a adoção da regra da responsabilidade é mais proveitosa que a regra da propriedade, em razão do ganho de utilidade alcançado ao possibilitar a realização de transferências vantajosas.

2.1.3. Ineficiências Remanescentes de uma Avaliação Subjetiva

Conforme parte da doutrina²⁵⁶ ressalta, quando o nível de utilidade dos titulares cedentes for muito mais alto que o nível dos adquirentes, essa circunstância poderá fazer com que os adquirentes queiram conduzir as transferências a um nível inferior de utilidade para ambos os lados, o que representaria, assim uma desvantagem da regra de responsabilidade.

²⁵⁵ *Ibidem*, p. 181.

²⁵⁶ HYLTON, Keith N. Property Rules And Liability Rules, Once Again. *Boston University School of Law, Working Paper Series, Law And Economics, Working Paper No. 05-17, September, 2005*, p. 19.

Outro pressuposto a ser esclarecido consiste na assunção de que a eficiência da regra de responsabilidade depende apenas de uma média de utilidade das transferências. Esse pressuposto pode conduzir à ideia de ser insignificante, sob o ponto de vista da eficiência, se alguns acionistas excluídos sofrem uma perda pela impossibilidade de adquirir alguma infraestrutura de substituição equivalente à compensação visada pelos mesmos.

a) Inclinação em Favor dos Interesses dos Excluídos ou dos Adquirentes?

Seguindo os apontamentos de Heskamp²⁵⁷, o problema apontado pela doutrina quanto à possibilidade de ineficácia da regra da responsabilidade em razão da existência de um maior nível de utilidade por parte do titulares cedentes só poderá vigorar se se constata, de fato, a existência de uma maior atribuição de utilidade pelos sócios excluídos comparado ao nível dos compradores.

Não é possível contestar que existam níveis diferentes de utilidade dos acionistas em relação às suas participações sociais. Ocasionalmente, uma pequena parte da doutrina argumenta²⁵⁸ que, em razão das participações sociais serem avaliadas objetivamente, não é possível por em xeque a preferência pela regra da responsabilidade. Entretanto, como já foi demonstrado anteriormente, as participações sociais possuem diferentes níveis de utilidade para cada sócio, níveis tais que muitas vezes não são considerados quando da valorização dessas participações.

Embora não se possa negar a existência de diferentes níveis de utilidade individual, é possível se questionar porque o nível de utilidade por parte dos sócios excluídos deva ser considerado maior que o nível por parte dos adquirentes. Para Heskamp, o referido argumento utilizado pela doutrina de que os adquirentes conscientemente optaram pela aquisição do direito e isso, por sua vez, implicaria uma maior estima das participações sociais, não pode ser transferido para o caso aqui em estudo. Segundo o mencionado autor, não se pode olvidar que tanto os sócios excluídos como os adquirentes escolheram conscientemente participar da mesma empresa, e, por essa razão, é natural supor a ambos os lados o mesmo nível de utilidade.

²⁵⁷ HESKAMP, Jan. *op. cit*, p. 182.

²⁵⁸ FRIEDMAN *apud* HESKAMP, Jan. *op. cit*, p. 182.

Consequentemente, Heskamp defende que a desvantagem atribuída à regra de responsabilidade justificada na diferença de níveis de utilidade das partes no procedimento de *squeeze-out* simplesmente não deve vigorar²⁵⁹.

b) Reação dos Excluídos

Contudo, mesmo considerando uma igualdade entre os níveis de utilidade de ambos os lados, o argumento da desvantagem da regra de responsabilidade pode ser fundamentado pela possibilidade de os acionistas minoritários tomarem medidas defensivas, por julgarem o valor da compensação patrimonial dado pelas suas ações fora da medida de utilidade individual atribuída pelos mesmos.

Além disso, o pressuposto de que a indenização corresponde à média das utilidades individuais dos sócios cedentes reforça a propensão dos adquirentes em visar apenas transmissão forçada (compensada), tendo em vista que, nesse caso, a utilidade individual para esse comprador será maior do que a utilidade média dos titulares cedentes minoritários.

Assim, embora a regra da responsabilidade permita a eficiência das transações numa visão global, tomando em consideração um grande número de casos, é necessário levar em conta que um possível prejuízo para os interesses dos sócios minoritários poderiam influenciar seus comportamentos.

b.a) Diminuição da Tendência de Investimento

Segundo Heskamp, a utilização da regra da responsabilidade com objetivo de superar as dificuldades dos custos de transação proibitivos possui, como um dos efeitos colaterais, à redução *ex ante* da atividade de investimento por parte dos sócios minoritários²⁶⁰.

Os sócios particularmente afetados por essa tendência de mudança de comportamento serão aqueles que selecionaram cuidadosamente o seu investimento para que este corresponda ao limite de tolerância de seu risco individual. Por outro lado, os acionistas que escolhem sua participação por acaso são menos afetados, uma vez que será

²⁵⁹ HESKAMP, Jan, *op. cit.*, p. 183.

²⁶⁰ HYLTON, Keith, *op. cit.*, p. 29.

mais fácil para eles encontrar um equivalente ao investimento realizado. Como resultado, o declínio da atividade de investimento ocorrerá principalmente àqueles acionistas que tiveram mais cuidado na escolha de seu investimento, o que revela uma repressão dos interesses individuais dos acionistas particularmente interessados pelos interesses dos acionistas indiferentes.

O supracitado autor defende que esse processo também pode acarretar uma redução no montante médio do resultado da compensação e, assim, desencadear um ciclo de declínio da atividade de investimento. Para esse efeito adverso da regra responsabilidade, é suficiente que os investidores julguem não considerar a possibilidade de uma transferência forçada de suas utilidades subjetivas.

Assim, quanto mais claramente os proprietários potenciais de direito puderem prever que eles deverão pagar uma compensação ainda que esta não abarque a correção de sua utilidade subjetiva, maior será o efeito de declínio. No entanto, o perigo de um declínio seria inexistente se a possibilidade de uma exclusão fosse improvável a ponto de não ser um ponto a ser considerado pelos proprietários²⁶¹.

Contudo, considerando as previsões legais existentes em matéria de exclusão e a impossibilidade de os sócios influírem em sua própria exclusão, não poderia se esperar outro efeito que não a diminuição sobre a tendência de investimento.

Nesse diapasão, no âmbito das sociedades de capital aberto, estudos comparativos mostram que a intensidade econômica do mercado de capitais depende da qualidade da regulamentação da proteção dos investidores²⁶². Ainda que nessa comparação a qualidade da referida proteção tenha sido mensurada, entre outras coisas, pelo aspecto objetivo da indenização, sem a consideração acerca das preferências individuais, Heskamp defende que é possível traçar uma relação empiricamente observada entre a atividade de investimento e proteção dos investidores, baseada no comportamento consciente de adaptação dos investidores.

Dessarte, devido aos efeitos da referida falha quanto à consideração dos interesses individuais dos acionistas, é de se esperar que a configuração da participação social como

²⁶¹ HESKAMP, Jan. *op. cit*, p. 184.

²⁶² Nesse sentido, conferir: LA PORTA, Rafael; et. al. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of financial economics*, 58 (1), 2000, pp. 3-27.

uma regra de responsabilidade leve a um declínio na tendência de investir, o que poderia ser evitado com uma possível configuração da participação social como uma regra de propriedade, tendo em vista que, através desse regime, a transmissão das ações só poderia acontecer pelo consentimento dos acionistas, impedindo a deterioração de suas preferências individuais. Portanto, essas circunstâncias põem em dúvida, de certo modo, a vantagem da regra da responsabilidade perante à regra de propriedade²⁶³.

b.b) Medidas Defensivas

Uma segunda reação identificada por Heskamp²⁶⁴ diz respeito à adoção de medidas legais adotadas pelos minoritários para impedir a transmissão forçada de suas ações ou, pelo menos, para aumentar a indenização correspondente.

Segundo o referido autor, os custos demandados para tais medidas afetam o ponto de equilíbrio para uma transferência eficiente, circunstância que põe em xeque a configuração da participação social como regra da responsabilidade.

Os riscos das medidas defensivas não teriam impacto na superioridade da configuração da participação social como regra de responsabilidade se os adquirentes de uma posição jurídica interiorizassem completamente esses custos, incluindo-os no cálculo de sua utilidade individual. Desse modo, apenas as transferências que incluíssem essas medidas preventivas poderiam realizar-se eficientemente. Entretanto, nesse caso, devem ser envolvidos os custos de todas as medidas de proteção e não apenas aqueles que se destinam a prevenir a deterioração das utilidades subjetivas.

Contudo, o mencionado autor ressalva que os acionistas minoritários não se limitarão a utilizar medidas defensivas no âmbito das transações voluntárias. Além disso, eles também irão adotar defesas legais visando aumentar a compensação objetivamente razoável ou mesmo a fim de prevenir uma exclusão.

Entretanto, mesmo com a previsão de instrumentos legais de defesa dos minoritários, os custos não serão incorporados completamente, assim como ocorre na

²⁶³ HESKAMP, Jan. *op. cit*, p. 185.

²⁶⁴ *Ibidem*.

decisão de exclusão. Por conseguinte, não se pode afirmar com certeza que uma exclusão que leve em consideração os referidos custos seja também eficiente.

Ainda assim, como esses custos são associados à configuração da participação social como regra de responsabilidade, considerando a tendência inerente desse enquadramento ao surgimento de procedimentos judiciais dos acionistas excluídos na defesa de seus interesses individuais, é de se esperar que a vantagem da regra da responsabilidade em relação à regra da propriedade seja questionada²⁶⁵.

Desse modo, além dos questionamentos realizados em torno da discussão quanto aos custos proibitivos, a vantagem da configuração da participação social como regra de responsabilidade é novamente questionada em razão da deterioração dos interesses subjetivos dos sócios minoritários na situação de exclusão forçada das aquisições tendentes ao domínio total. Por tal razão, espera-se uma tendência de redução nos investimentos acionários, além de reações de defesa por instrumentos legais, já que somente com a estrutura proporcionada pela regra da responsabilidade eles não conseguem evitar o procedimento de exclusão, sendo conduzidos ao uso de medidas jurídicas para defender seus interesses.

2.1.4. Ineficiências Remanescentes Independentes de Prejuízos Individuais

Além da interferência dos acionistas minoritários no tocante aos interesses individuais, Heskamp²⁶⁶ aponta duas outras desvantagens no procedimento de exclusão dos acionistas: a ausência de participação nas vantagens da exclusão e a previsão de uma indenização sujeita ao desconto de imposto de renda.

De acordo com o supracitado autor, essas duas desvantagens da configuração como regra de responsabilidade geram os mesmos efeitos apontados no que se refere ao comprometimento dos interesses individuais, isto é, conduzem, de igual modo, a uma vontade crescente dos excluídos em tomar medidas defensivas e, simultaneamente, de reduzir os incentivos ao investimento²⁶⁷.

Os efeitos adversos da falta de participação nos benefícios de exclusão decorrem do fato de que, com o direito de propriedade da participação social em uma empresa, existe

²⁶⁵ HESKAMP, Jan. *op. cit*, p. 185.

²⁶⁶ *Ibidem*, p. 186.

²⁶⁷ *Ibidem*.

uma expectativa de se alcançar um retorno, rebecendo parte dos benefícios nas negociações voluntárias sobre a transferência desse direito²⁶⁸. A decepção por essa expectativa faz com que os acionistas cada vez mais tomem mais medidas legais para alcançar uma compensação justa.

No mesmo sentido, a venda de participações sociais também gera a expectativa de determinar, no tempo, uma possível retirada da sociedade e com isso o surgimento de um possível imposto de renda a ser pago. Consequentemente, a decepção por essa expectativa conduz, de um lado, a medidas preventivas cada mais frequentes, e, de outro, a uma mais baixa propensão para investir em ações.

Assim sendo, o referido autor defende que a interferência dos acionistas excluídos surge em razão da ausência de participação nas vantagens de exclusão e pela preservação de uma compensação sujeita ao imposto de renda em um momento determinado por terceiros, assim como o prejuízo de preferências individuais a partir do enquadramento da participação social como regra de responsabilidade. Por conseguinte, o aumento da vontade de tomar medidas defensivas e a diminuição da vontade de investir em ações seriam evitados por um refinamento contínuo da adesão como uma regra de propriedade²⁶⁹.

2.1.5. Conclusões sobre a Aplicação da Teoria Econômica da Propriedade na Análise das Aquisições Tendentem ao Domínio Total

Como desenvolvido acima, tomando por base a divisão dos direitos de propriedade proposta por Calabresi e Melamed²⁷⁰, caso o instituto em estudo seja enquadrado como regra de propriedade dos acionistas minoritários, há grande possibilidade de que o majoritário não exerça seu direito de aquisição potestativa. Contudo, essa hipótese é descartada caso o instituto seja considerado uma regra da responsabilidade, tendo em vista a possibilidade de compensação²⁷¹. Logo, segundo essa teoria, a exclusão forçada dos acionistas minoritários somente seria desejável se admissível uma compensação e, segundo uma perspectiva econômica, se implicasse uma alocação mais eficiente das ações.

²⁶⁸ HYLTON, Keith N, *op. cit.*, p. 31.

²⁶⁹ HESKAMP, Jan. *op. cit.*, pp. 189-190.

²⁷⁰ CALABRESI, Guido; MELAMED, Douglas, *op. cit.*, pp. 1106-1115.

²⁷¹ KEHREN, *op. cit.*, pp. 136-137.

Entretanto, a configuração da participação social como uma regra de responsabilidade desencadeia dois efeitos opostos sobre a eficiência das mesmas. Por um lado, essa configuração permite superar os custos proibitivos de transação. Isto é, o regime da regra da responsabilidade permite a transmissão eficiente mesmo em situações nas quais as transferências por meio de negociações voluntárias não teriam acontecido. Por outro lado, a separação entre propriedade e poder de decisão, que é característica da regra da responsabilidade, pode levar a um maior comprometimento dos sócios possivelmente afetados por uma exclusão potestativa. Além disso, mediante o referido enquadramento, é possível realizar exclusões de sócios sem qualquer consideração de suas preferências individuais ou de qualquer envolvimento nos benefícios dessa exclusão. Logo, é de se esperar que os sócios afetados busquem medidas legais para impedir os ataques contra os seus interesses. Outrossim, o risco de futuras dificuldades faz com que os investidores fiquem menos dispostos a investir em ações.

Assim sendo, infere-se que os custos associados às desvantagens da regra da responsabilidade afetam parcialmente a eficiência da configuração da participação social como regra de responsabilidade.

Diante dos mencionados problemas associados à configuração das participações sociais como regras de responsabilidade, Jan Heskamp²⁷² defende que as questões apontadas podem ser substancialmente mitigadas pela exigência de um acordo antecipado entre as partes (previsto no estatuto social).

Segundo o autor, o conhecimento prévio de uma futura possibilidade de exclusão permite que os sócios possivelmente afetados antevejam mais claramente prováveis ataques esperados sobre os seus interesses, levando a uma avaliação de risco mais baixa quanto ao efeito do comprometimento esperado, bem como a um menor preço de compra a ser considerado apropriado.

Além disso, o conhecimento prévio pelas pessoas envolvidas permite um maior planejamento, seja em relação à administração dos bens propriamente ditos, seja quanto a possíveis consequências como a incidência de imposto de renda por ocasião da exclusão do sócio. Logo, de acordo com o supracitado autor, a previsão de regras sobre a ocorrência de aquisições potestativas no estatuto social aumenta a atratividade da participação social para

²⁷² *Ibidem*, pp. 190 e ss.

futuros acionistas, neutralizando o efeito prejudicial da regra da responsabilidade sobre a vontade de investir. Outrossim, também evita problemas relativos às medidas jurídicas defensivas, melhorando a aceitação da resignação entre os afetados.

2.2. Diminuição de Custos devido à Exclusão dos Acionistas Minoritários

A análise econômica do instituto da aquisição potestativa não se limita à discussão do tema no âmbito da Teoria dos Direitos de Propriedade. Para além dessa teoria, a exclusão dos acionistas minoritários será considerada eficiente, do ponto de vista econômico, se o número de vantagens for superior ao de desvantagens, isto é, se o valor presente líquido resultante do referido instituto for positivo.

Assim, em termos puramente econômicos, deve-se levar em conta os custos diretos e indiretos associados à exclusão forçada dos acionistas minoritários. Segundo Gampenrieder²⁷³, deve-se comparar os custos diretos com a existência de acionistas minoritários, tais como os custos de publicidade, os custos de tomada de decisão, que são produzidos regularmente num contexto de uma empresa listada, àqueles que surgem como resultado de um processo de eliminação dos acionistas minoritários, como os decorridos como resultado da publicação e distribuição de uma OPA²⁷⁴.

Por um lado, a exclusão dos acionistas minoritários da sociedade reduz inicialmente os custos de tomada de decisão, que são compostos principalmente pelos custos com pessoal e custos de material e estão diretamente relacionados com o tamanho da empresa e o número de acionistas. Por outro lado, pode-se identificar uma desvantagem no procedimento de *squeeze-out*: o custo indireto gerado pelo fato de que a suscetibilidade da posição do acionista minoritário faz surgir geralmente uma conotação negativa em relação à reputação da empresa. Contudo, a existência de um único acionista reduz outros custos indiretos, tais como os relacionados à fiscalização e anulação dos processos de decisão e os relativos ao próprio funcionamento da estrutura social.

²⁷³ GAMPENRIEDER, Peter. *Squeeze-out. Rechtsvergleich, empirischer Befund und ökonomische Analyse*. Series: *Betriebswirtschaftliche Studien*. 1ª Edição. Volume 65. Frankfurt a.M.: Peter Lang GmbH, Internationaler Verlag der Wissenschaften, 2004, p. 113.

²⁷⁴ Para um estudo mais aprofundado sobre o impacto das *squeeze-out* na estrutura de custos das sociedades anônimas, ver: RATHAUSKY, Uwe. *Squeeze-out in Deutschland. Empirisch-ökonomische Analyse im Spannungsfeld zwischen Unternehmenswert und Minderheitsaktionärspartizipation*. Baden-Baden: Nomos, 2008.

De acordo com Peter Kehrer²⁷⁵, o balanço dos mencionados custos revela, em última análise, que a exclusão dos acionistas minoritários resulta um aumento no valor da empresa, isso porque se presume que a sociedade, na sequência de um *squeeze-out*, passa por uma reestruturação e redução ao que se compreende como essencial do negócio, otimizando os lucros futuros da empresa.

2.3. Redução do Conflito Principal-Agente

Outro argumento da AED a favor da exclusão dos acionistas minoritários consiste na defesa da redução do conflito principal-agente e de seus consequentes custos.

A teoria da agência baseia-se na teoria do contrato e leva em consideração que uma relação contratual pode pressupor uma distribuição assimétrica de informações entre as partes, o que resulta, em casos extremos, em uma falha de mercado²⁷⁶. Aplicadas essas considerações à exclusão de acionistas minoritários nos procedimentos de *squeeze-out*, a questão a se discutir é se a transferência da totalidade das ações ao acionista majoritário reduz a ocorrência de falhas de mercado e de custos, de modo a alcançar uma alocação eficiente e um bem-estar ideal de ativos.

De acordo com Peter Kehren²⁷⁷, para o referido propósito, deve-se realizar uma distinção entre os sistemas *outsider* e *insider* de governança corporativa. O primeiro consiste em um modelo mais pulverizado, com estrutura de propriedade dispersa, geralmente verificado em grandes empresas, marcado pelo maior ativismo dos investidores institucionais e pela orientação para a maximização de retorno para os acionistas (*shareholder oriented*). Já o último modelo funda-se em uma estrutura de propriedade mais concentrada, apresentando um menor ativismo e menor porte dos investidores institucionais, orientando-se para o reconhecimento mais explícito e sistemático de outros *stakeholders* não financeiros, tais como os funcionários (*stakeholder oriented*).

Assim, no modelo *outsider* de governança, devido à dispersão de capital social em um grande número de investidores institucionais, nenhum acionista é capaz, por si só, de

²⁷⁵ KEHREN, Klaus Peter. *Geschichte und verfassungsrechtliche Rechtfertigung des Ausschlusses von Minderheitsgesellschaftern*. Baden-Baden: Nomos, 2013, p. 142.

²⁷⁶ *Ibidem*, p. 143.

²⁷⁷ *Ibidem*.

exercer uma influência decisiva sobre a administração da sociedade. Por outro lado, o modelo *insider*, em razão de apresentar uma maior concentração do capital social em alguns acionistas majoritários, estes geralmente possuem uma participação com um impacto significativo sobre a gestão, de modo a coincidir propriedade e controle.

Especificamente quanto aos conflitos de agência, os referidos modelos também apresentam algumas diferenças. No sistema *outsider*, o conflito de interesses se dá entre administradores e acionistas, já no *insider*, o principal custo de agência não se dá entre a administração da empresa e os proprietários, mas entre os próprios proprietários (majoritários e minoritários).

Contudo, ambos os modelos apresentam custos de agência. No primeiro caso, haverá custos relacionados à necessidade de contramedidas adequadas, como atividades de controle reforçado do Conselho Fiscal ou na nomeação de auditores externos. Quanto ao último modelo, trata-se de um conflito de agência que leva a ambos os lados a tomarem um comportamento oportunista em detrimento do outro, assim, tanto o acionista majoritário pode usufruir de vantagens especiais em detrimento dos minoritários, forçando muitas vezes a celebração de contratos que podem ser desfavoráveis a estes últimos, quanto os próprios minoritários podem se beneficiar desproporcionalmente de investimento do acionista majoritário sem terem para isso exercido uma contribuição adequada (*free riding problem*).

Nesse sentido, é possível afirmar que em ambos os modelos de governança corporativa o procedimento de *squeeze-out* diminui os custos de agência. Neste contexto, a possibilidade de exclusão dos acionistas minoritários aparece economicamente razoável.

2.4. Reflexões Críticas

Um estudo embasado pela AED enseja algumas críticas. A primeira delas refere-se à base metodológica dessa teoria como pensamento jurídico em si. A AED, ao adotar como premissa fundamental o paradigma do *homo oeconomicus*, apresenta certo reducionismo na explicação de seu objeto (direito), limitando seu próprio aporte teórico.

A AED assume o direito como prática-instrumento, renunciando à autonomia do mesmo²⁷⁸. E, como submodalidade de um funcionalismo material, pressupõe uma racionalidade finalístico-funcional, que por sua vez se traduz em uma razão finalística. Nesse sentido, Aroso Linhares²⁷⁹, partindo da definição de *Zweckrationalität* definida por Max Weber esclarece:

Assim, a acção será *zweckrational* “através de expectativas postas no comportamento dos objectos do mundo exterior e dos outros homens e mediante a utilização dessas expectativas como ‘condições’ ou como ‘meio’ para os próprios fins aspirados ou considerados racionalmente como resultado”; ou merece essa qualificação “a acção orientada segundo meios, tidos subjectivamente por adequados para alcançar fins subjectiva e claramente concebidos”.

E essa racionalidade tem reflexos também no plano ontológico. Isso porque o Ser não é mais compreendido segundo o pensamento clássico, isto é, de acordo com uma atitude teórica contemplativa que concebe o Ser enquanto Ser, mas sim consoante uma consideração sobre os resultados que produz ou ainda pelos efeitos que possa oferecer. Assim, conclui-se por um fenómeno de desontologização na medida em que a compreensão do Ser, e não só deste como de tudo, pressupõe um sentido funcional, submetido à referida razão instrumental: abandona-se, pois, a consideração do ser no modo de constâncias essenciais para considerá-lo sob o ponto de vista da variação contingente de variáveis cujo objetivo é a realização de uma programação estratégica de fins²⁸⁰.

Passemos, então, às críticas quanto à fundamentação das aquisições tendentes ao domínio total segundo essa perspectiva do direito.

No que concerne à Teoria dos Direitos de Propriedade, apesar de proporcionar uma visão interessante sobre as diferentes maneiras de proteção dos direitos em uma sociedade, podemos observar alguns problemas teóricos. Primeiramente, de modo geral, a taxonomia entre regras de propriedade e regras de responsabilidade revela-se reducionista quando diante de determinados tipos de bens não facilmente enquadráveis nessas duas categorias. Por exemplo, em relação aos recursos naturais, adotando-se a referida teoria, atribui-se um valor econômico ao seu uso, transformando a natureza em um bem comercializável. Assim,

²⁷⁸ AROSO LINHARES, José Manuel. *Introdução ao pensamento Jurídico Contemporâneo*. Sumários Desenvolvidos. Coimbra: Policopiado, p. 64.

²⁷⁹ *Ibidem*, pp.73-74.

²⁸⁰ CASTANHEIRA NEVES, António. *Teoria do Direito: Lições Proferidas no Ano Lectivo de 1998/1999*. Coimbra: Policopiado, 1998, pp. 73-74.

para determinados bens, verifica-se então o problema de dependência da disponibilidade do particular em arcar com o preço imputado ao bem que pretende usufruir.

Além disso, conforme salienta Kehren²⁸¹, essa teoria não pode ser facilmente transferida para a realidade social pois repousa parte de sua funcionalidade na existência de um ambiente concorrencial perfeito, sem distorções. Somado a isso, ressalte-se que a teoria não deve ser utilizada no nível normativo sem cuidados pois pode conduzir a uma situação de invasão dos tribunais (ou mesmo o mercado) no campo da ética. Segundo Michael Krauss²⁸², essa invasão, como o domínio de regras de responsabilidade, nos daria uma prestação quantitativa de valor que não seria suficiente para fazer justiça à riqueza e variedade da nossa experiência ética, ao mesmo tempo que serve para inspirar uma hostilidade desnecessária à análise econômica em geral.

Quanto ao argumento de redução do conflito de agente, por meio do qual justificasse o instituto na finalidade de evitar potenciais conflitos entre a larga maioria e a minoria dos sócios, entendemos que, apesar de razoável, essa justificativa deve ser vista com ponderação.

Como bem observam Coutinho de Abreu e Soveral Martins²⁸³, os potenciais conflitos de interesse revelam-se bastante esporádicos, tendo em vista não existir tão larga maioria nem tão debilitante minoria. Com efeito, a minoria não possui participação relevante a ponto de poder designar os membros da administração ou mesmo influir na gestão societária, nem tampouco possui o poder de determinar o sentido das deliberações dos sócios. E ainda que existam conflitos, estes podem ser resolvidos de acordo com as soluções previstas no direito.

Quanto ao argumento de que através do *squeeze-out* economiza-se nos custos societários relacionados à proteção dos sócios minoritários - tais como os relacionados à realização de assembleias gerais, aos direitos de informação, às ações de impugnação de deliberações sociais, entre outros -, entendemos que a redução desses gastos relativos à

²⁸¹ KEHREN, Klaus Peter. *Geschichte und verfassungsrechtliche Rechtfertigung des Ausschlusses von Minderheitsgesellschaftern*. Baden-Baden: Nomos, 2013, p. 142.

²⁸² KRAUSS, Michael I. *Property Rules Vs. Liability Rules*. *International Encyclopedia of Law and Economics*, George Mason University School of Law: 1999. Disponível em: <<http://encyclo.findlaw.com/3800book.pdf>>.

²⁸³ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *Grupo de Sociedades. Aquisições tendentes ao domínio total*. Coimbra: Almedina, 2003, p. 65.

socialidade vai de encontro à tutela do direito societário como regulador do bom funcionamento da sociedade. Em outras palavras: a pura e simples redução de custos é capaz de legitimar a extinção dos sócios minoritários, mesmo representando a extinção de um contrapoder (ainda que pouco expressivo) a favor da regularidade da vida societária? Pensamos que não.

Do exposto, pode-se concluir que as variadas justificativas econômicas dadas ao instituto encobrem, na prática, a realidade de um direito societário tendencioso à tutela de interesses particulares de sócios empresários do capital em detrimento de interesses gerais ou públicos, enfatizando-se o aspecto patrimonial em vez da dimensão associativa.

PARTE III - DISCUSSÕES SOBRE A LEGITIMIDADE DA AQUISIÇÃO TENDENTE AO DOMÍNIO TOTAL

CAPÍTULO I: O PROBLEMA

A aquisição tendente ao domínio total, seja no campo das sociedades fechadas, seja no das sociedades abertas, é vista como um instituto controvertido dado que seu exercício implica a precedência dos interesses do sócio dominante em detrimento dos interesses dos sócios minoritários. Mais especificamente, as dúvidas suscitadas relacionam-se à averiguação da compatibilidade da transmissão forçada de participações sociais com a proteção jurídico-constitucional conferida pelos princípios da igualdade, da proporcionalidade e do direito de propriedade privada. Desse modo, o presente capítulo pretende analisar se os regimes consagrados no ordenamento português devem ser considerados desproporcionais, e, portanto, inconstitucionais, ou se constituem uma regulamentação legislativa equilibrada.

1.1. Comparação entre Regimes

Tanto a aquisição tendente ao domínio total prevista no CSC, quanto a prevista no CVM pressupõem, para seu exercício, a verificação de uma situação de domínio, que, no art. 490º do CSC é qualificada com a detenção das participações correspondentes a 90% do capital social, e, no art. 194º do CVM, com a titularidade de 90% dos direitos de voto.

Apesar da exigência em comum de uma situação de domínio, os dois regimes possuem inúmeros contrastes, a começar pelo pano de fundo em que ocorrem: enquanto o regime do CSC está contextualizado no domínio dos grupos, o regime do CVM está associado à realização de uma OPA²⁸⁴. Ressalte-se que este último regime não revela somente uma lógica de concentração de participações num único sócio, isto é, de unificação societária, mas também significa a passagem de uma estrutura de sociedade aberta para a de sociedade fechada ao público.

²⁸⁴ ANTUNES, Ana Felipa Morais. A aquisição tendente ao domínio total no Direito Societário e no Direito dos Valores Mobiliários. In: *Aquisição de empresa*. CÂMARA, Paulo (Coord.). Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 361.

Outro ponto contrastante diz respeito à exigência do art. 194º do CVM de que a sociedade visada seja uma sociedade com capital aberto ao público. E, quanto ao adquirente, a referida norma não especifica quais pessoas jurídicas podem recorrer ao instituto, donde se conclui que não se exige a existência de duas sociedades, o oferente poderá ser pessoa coletiva ou singular. Por sua vez, para o regime do art. 490º do CSC, tanto o adquirente quanto a sociedade visada, devem ser sociedades por quotas, anônimas ou em comandita por ações²⁸⁵.

No que se refere à delimitação objetiva, o art. 194º do CVM exige a prévia realização de uma OPA universal e geral. Dessa forma, a aquisição tendente ao domínio total surgirá na sequência de uma OPA, cuja realização constitui um ônus para o oferente.

O conteúdo das participações sociais também é um ponto bastante contrastante entre os regimes: o art. 194º do CVM exige que sejam adquiridos 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, enquanto o art. 490º do CSC exige apenas que se detenha 90% do capital social de outra sociedade, sendo irrelevante que essa participação seja ou não acompanhada do direito de voto.

Além disso, após o Decreto-Lei n.º 219/2006, o prazo para o exercício do direito de aquisição potestativa é diferente nos dois regimes. Para o art. 490º CSC, exige-se prazo de seis meses para o exercício do direito, enquanto o art. 194º estabelece, o prazo de três meses para esse exercício.

Entre todas as diferenças entre os regimes em causa, a maior delas reside no cálculo e fixação da contrapartida. O regime do CVM adota, para fins de cálculo da contrapartida, as regras do art. 188º do CVM, o que, por conseguinte, faz com que o papel do ROC seja secundarizado. Está-se diante, pois, de um regime em que os critérios e os índices de estipulação da contrapartida serão fixados pelo mercado²⁸⁶.

Além do mais, o regime do CVM estabelece imperativamente limites mínimos a se observar para o cálculo da contrapartida, a fim de se garantir, a partir da fixação de critérios

²⁸⁵ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. ABREU, J. M. Coutinho de (Coord.). Coimbra: Almedina, 2014, p. 151.

²⁸⁶ ANTUNES, Ana Felipa Morais. A aquisição tendente ao domínio total no Direito Societário e no Direito dos Valores Mobiliários. In: *Aquisição de empresas*. CÂMARA, Paulo (Coord.). Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 362. CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª Ed. Coimbra: Almedina, 2011, p. 765.

objetivos, uma contrapartida baseada em um preço justo. Nesse sentido, por mais que o legislador tenha utilizado o conceito jurídico indeterminado de “contrapartida justa”, o art. 194º traz uma presunção do que pode ser enquadrado nesse conceito, seguindo o entendimento do art. 15º, n.º 2 da Directiva 2004/25/CE. Presunção esta cuja natureza e *juris tantum*, podendo ser ilidida por prova em contrário.

Por fim, o regime do art. 490º permite que a contrapartida seja realizada em dinheiro ou em espécie (quotas, ações ou obrigações). Já o art. 194º do CVM, diferentemente, exige que a contrapartida seja realizada em dinheiro, portanto, a remissão para o art. 188º não vale quanto ao n.º 5 desse artigo (que admite a contrapartida em valores mobiliários)²⁸⁷.

1.2. Diferenças de Regimes quanto à Discussão sobre a Ilegitimidade do Instituto

Como se demonstrou, os regimes de aquisição tendente ao domínio total possuem diferenças substanciais. Especificamente, o regime consagrado no CVM revela um tratamento mais denso no que diz respeito às regras de contrapartida, e, além disso, apresenta uma maior simetria dos direitos potestativos em causa²⁸⁸.

Por essas razões, as dúvidas quanto à legitimidade do instituto direcionam-se mais ao regime previsto no 490º do CSC do que ao previsto no art. 194º e seguintes do CVM. Assim sendo, analisar-se-á as questões suscitadas quanto à constitucionalidade de ambos os do art. 490º do CSC, justamente por ser o regime este mais controvertido e que é alvo de mais críticas.

1.2.1. A Discussão acerca da Constitucionalidade do Art. 490º do CSC

Como mencionado acima, as aquisições potestativas sempre suscitaram dúvidas quanto a sua constitucionalidade. A jurisprudência já se pronunciou em diversos acórdãos²⁸⁹

²⁸⁷ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. ABREU, J. M. Coutinho de (Coord.). Coimbra: Almedina, 2014, p. 174, nota 133.

²⁸⁸ ANTUNES, Ana Felipa Morais, *op. cit.*, p. 366.

²⁸⁹ Cfr.: Acórdão do STJ de 2 de outubro de 1997 *in* BMJ, 470, 1997, 619 e ss. Disponível em: <<http://www.gddc.pt/default.asp>> ; acórdão do STJ de 3 de fevereiro de 2005 (processo 04B4356); acórdão de

no sentido da inconstitucionalidade do art. 490º do CSC, dentre os quais destaca-se o acórdão do STJ de 2 de outubro de 1997, amplamente tratado pela doutrina²⁹⁰.

Segundo o entendimento proferido no referido acórdão, muito embora os direitos à propriedade, à iniciativa privada e à igualdade não sejam absolutos, são valores humanos em si mesmos, não podendo ser tratados de forma arbitrária, discriminatória, desequilibrada ou desproporcionada²⁹¹. Nesse sentido, o julgado não considerou adequada a substituição ou exclusão desses direitos por dinheiro ou por outro bem por iniciativa exclusiva do sócio majoritário.

Em suma, a decisão expressou o entendimento de que a garantia constitucional da propriedade privada, tal como é prevista no art. 62º, n.º 1²⁹² da Constituição da República Portuguesa (CRP), só pode sofrer restrições sob fundamento constitucional, ou seja, as restrições só podem ser consideradas legítimas quando visem salvaguardar outros direitos ou interesses constitucionalmente garantidos, na observância do princípio da concordância prática²⁹³.

Ademais, no tocante ao princípio da igualdade, previsto no art. 13º, n.º 1²⁹⁴ da CRP, enquanto princípio material vinculador do legislador, pressupõe a exigência de tratamento igual aos essencialmente iguais e distinto aos dissemelhantes. Nesse sentido, segundo o referido princípio, as discriminações no tratamento legal de uma matéria não podem ser

13 de março de 2007 do Tribunal de Relação de Évora (processo 2806/06-3); acórdão de 8 de janeiro de 2008 do tribunal de Relação do Porto (processo 0725170); e acórdão de 29 de outubro de 2002 do Tribunal de Relação de Lisboa (processo 7195/2002-7). Disponível em: <www.dgsi.pt>.

²⁹⁰ Em especial: ANTUNES, José A. Engrácia. *A Aquisição Tendente ao Domínio Total. Da sua constitucionalidade*. Coimbra: Coimbra editora, 2001; ANTUNES, José A. Engrácia. O Artigo 490º do CSC e a Lei Fundamental. Propriedade “corporativa”, propriedade privada e igualdade de tratamento. *Estudos em Comemoração dos 5 anos da F.D.U.P.*, Coimbra: Coimbra editora, 2011; CORDEIRO, António Menezes. Da consitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total (art. 490º, n.º3, do Código de Sociedades Comerciais). *Boletim do Minitéria de Iustiza*, N.º480, novembro, Ano 1998; CORDEIRO, António Menezes. Aquisições tendentes ao domínio total: constitucionalidade e efectivação da consignação em depósito (art. 490º/3 e 4 do Código das Sociedades Comerciais). *O Direito*, Ano 137º, Volume III, 2005, pp. 449-463.

²⁹¹ Acórdão do STJ de 2 de outubro de 1997 in BMJ, 470, 1997, pp. 625-626. Disponível em: <<http://www.gddc.pt/default.asp>>.

²⁹² O art. 62º, n.º 1da CRP dispõe, *in verbis*: 1. A todos é garantido o direito à propriedade privada e à sua transmissão em vida ou por morte, nos termos da Constituição.

²⁹³ Acórdão do STJ de 2 de outubro de 1997 in BMJ, 470, 1997, pp. 624-625. Disponível em: <<http://www.gddc.pt/default.asp>>.

²⁹⁴O art. 13º, n.º 1 da CRP estabelece que: 1. Todos os cidadãos têm a mesma dignidade social e são iguais perante a lei.

arbitrárias ou irrazoáveis, devendo apresentar um fundamento material bastante, funcionando, desse modo, como um limite objetivo da discricionariedade legislativa²⁹⁵.

Portanto, o julgado assentou o entendimento de que o objetivo e a prática do disposto no artigo 490.º do CSC consistem pura e simplesmente na eliminação do sócio minoritário, justificados pelo simples fato de ser minoritário diante da presença de um majoritário. E por essa, razão deveria ser considerado discriminatório e contrário ao princípio da concordância²⁹⁶.

Apesar da importância do referido acórdão para o estudo do tema, esse já posicionamento já perdeu espaço na doutrina e na jurisprudência. Atualmente, vigora o entendimento pela constitucionalidade²⁹⁷ do art. 490º, com destaque para o Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 491 de 26 de novembro de 2002²⁹⁸.

Embora já neutralizada a discussão, é pertinente revisitar o tema para fins de ratificar o entendimento a favor da constitucionalidade, explorando criticamente os argumentos utilizados pela doutrina e pelo Acórdão n.º 491/02.

a) A Propriedade “Corporativa” e a Propriedade Privada

Segundo o supracitado acórdão do Supremo Tribunal de Justiça (STJ) de 2 de outubro de 1997, o instituto da aquisição tendente ao domínio total do art. 490º coloca em causa os direitos fundamentais à propriedade dos sócios sobre suas participações sociais e à livre iniciativa econômica.

Entretanto, Engrácia Antunes²⁹⁹ defende que já se admite pacificamente que o direito de propriedade, consagrado no art. 62º da CRP, não se limita à propriedade ou poder sobre bens, abrangendo também o que denomina como “propriedade corporativa”³⁰⁰,

²⁹⁵ Acórdão do STJ de 2 de outubro de 1997 *in* BMJ, 470, 1997, pp. 625-626. Disponível em: <<http://www.gddc.pt/default.asp>>.

²⁹⁶ *Idem*.

²⁹⁷ Nesse sentido, cfr.: acórdãos da Relação de Lisboa de 6 de junho de 2002 e de 29 de outubro de 2002; assim como o acórdão do STJ de 10 de abril de 2003. Disponíveis em: <www.dgsi.pt>.

²⁹⁸ Disponível em: <<http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/20020492.html>>.

²⁹⁹ ANTUNES, José A. Engrácia. *A Aquisição Tendente ao Domínio Total. Da sua constitucionalidade*. Coimbra: Coimbra editora, 2001, p. 110.

³⁰⁰ A esse respeito, cfr.: ANTUNES, José A. Engrácia. *op. cit.*, p. 67; CASTILLO, Ramón A. La protección de los derechos de la propiedad y la elección de la estructura de la propiedad corporativa. *El Trimestre Económico*, Vol. LXIX .N.º 273. México, Distrito Federal: Fondo de Cultura Económico, 2002, pp. 37-63.

“propriedade econômica”³⁰¹, ou “propriedade organizada societariamente”³⁰². Isto é, a titularidade das participações sociais representa para o sócio um direito de propriedade uma vez que pressupõe o exercício do poder de disposição sobre a massa patrimonial da sociedade comercial em que aquele é membro. Segundo o referido autor, apesar do sócio não ser um coproprietário do patrimônio social em sentido estrito, tendo em vista que a titularidade direta dos direitos e obrigações desse patrimônio pertencem à pessoa coletiva, o sócio participa mediatamente da administração desse ente, podendo participar diretamente do quadro da assembleia geral, ou mesmo indiretamente mediante os poderes de eleição, fiscalização e destituição dos membros dos outros órgãos sociais.

No entendimento do mencionado autor, a proteção conferida pela ordem jurídica constitucional e ordinária à propriedade “corporativa” manifesta-se de modo distinto nos planos externo (das relações entre os sócios e os terceiros) e interno (relações internas entre os sócios e diante da sociedade). No plano externo, reconhece-se ao titular das participações sociais um poder de livre disposição sobre suas ações ou quotas. Nesse aspecto, vê-se que a tutela do direito à propriedade corporativa visa à satisfação dos interesses pessoais de seus titulares, configurando-se como um direito subjetivo e absoluto suscetível de ser definido perante terceiros. Já no plano das relações internas, o poder de disposição dos sócios fica condicionado a um interesse supraindividual do ente personalizado em que esses sócios participam, de modo que o exercício da propriedade corporativa não se dá de forma absoluta, considerando que seu conteúdo e limites serão fixados conforme o quadro legal e estatutário que rege o ente corporativo. Assim, na perspectiva interna, a propriedade corporativa é exercida de forma mediatizada pela interposição de uma entidade associativa com personalidade e organização jurídicas próprias³⁰³.

Nesse sentido, afirma o supracitado autor que a formação da vontade coletiva de uma corporação está condicionada ao princípio majoritário, o que, por conseguinte, funciona

³⁰¹A expressão “propriedade econômica” (*Eigentumstellung*) surgiu no Projeto de lei alemã das sociedades por ações e tomou lugar posteriormente em outros sistemas jurídicos, como o espanhol. Cfr.: ANTUNES, José A. Engrácia. *op. cit.*, p. 67, nota 210.

³⁰² Na expressão original: *gesellschaftrechtliches vermitteltes*. Segundo Engrácia Antunes, a expressão surgiu na jurisprudência constitucional alemã, mais especificamente nos acórdãos *Feldmühler* e no *Lex Rhestahl*. Cfr.: *Ibidem*, nota 209.

³⁰³ ANTUNES, José A. Engrácia. *A Aquisição Tendente ao Domínio Total. Da sua constitucionalidade*. Coimbra: Coimbra editora, 2001, pp. 77-78; 112-113. LABAREDA, João. *Das Ações das Sociedade Anónimas*. Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Direito, 1998, pp. 201-210.

como um *limite imanente*³⁰⁴ ao direito de propriedade dos membros da sociedade. Ou seja, o exercício e o conteúdo da propriedade privada das participações sociais sempre estarão subordinados à vontade coletiva majoritária e essa limitação mostra-se necessária para fins de funcionamento da estrutura social. Segundo o autor, se assim não fosse, isto é, caso a propriedade corporativa assumisse uma feição de direito absoluto diante da pessoa jurídica e as participações sociais fossem pensadas de forma isolada da pessoa coletiva, quaisquer deliberações que implicassem restrições ou exclusões dessas participações só poderiam ser tomadas a partir da aceitação dos respectivos titulares. Dessa forma, o funcionamento da estrutura societária seria extremamente árduo na medida em que estaria condicionado à regra da unanimidade.

Assim sendo, de acordo com Engrácia Antunes³⁰⁵, a proteção constitucional dos direitos fundamentais deve ser delimitada em função do próprio bem em causa, de maneira a respeitar as características elementares desse bem. Nesse sentido, no que se refere à propriedade corporativa, a proteção conferida pelo art. 62º, n.º 1 da Constituição da República Portuguesa (CRP) não pode ser imposta no sentido de descaracterizar o próprio bem tutelado, colocando em causa características essenciais do ente corporativo que o deu origem, de forma que o próprio modelo corporativo que dá sustentação a esse direito cairia por terra.

³⁰⁴Segundo José Carlos Vieira de Andrade, deve-se reconhecer a existência de *limites imanes* aos direitos fundamentais, sem, contudo, pretender definir *a priori* seu âmbito de proteção por completo. Essa proposta utiliza-se de distinções entre os conceitos de direito *prima facie* e *definitivo* e encontra-se numa zona intermédia entre as concepções ampla e restrita do âmbito de proteção dos direitos fundamentais. Trata-se de uma posição adequada também à estruturação do sistema dos direitos fundamentais por princípios e regras constitucionais. Por um lado, a doutrina dos limites imanes exclui do âmbito de proteção dos direitos fundamentais *algumas* formas de exercício que de plano não cabem no domínio protegido pelo direito, em virtude de colidirem em abstrato com outros direitos fundamentais ou conflitarem com valores comunitários, estando tais limites expressos ou implícitos na Constituição. Por outro lado, admite que grande parte das formas de exercício dos direitos fundamentais não pode ser limitada senão em concreto, por via da ponderação de seus pesos em uma colisão real. A vantagem dessa proposta consiste em possibilitar a resolução de diversos conflitos sociais que apenas aparentam ser colisões de direitos, onde há apenas um direito protegido. Além disso, facilita um diálogo institucional acerca da harmonização dos direitos fundamentais, por intermédio das leis harmonizadoras e interpretativas das normas constitucionais, que iniciam a construção da solução a ser aplicada em concreto pelo juiz. Cfr.: ANDRADE, José Carlos Vieira de. *Os Direitos Fundamentais na Constituição Portuguesa de 1976*. 5ª ed. Coimbra: Almedina, 2012, pp. 265-278.

³⁰⁵ ANTUNES, José A. Engrácia. *A Aquisição Tendente ao Domínio Total*. Da sua constitucionalidade. Coimbra: Coimbra editora, 2001, p. 114.

Além disso, nessa mesma linha de argumentação relativa ao princípio majoritário, justifica-se a conformidade constitucional do art. 490º com o princípio da igualdade³⁰⁶, consagrado no art. 13º da CRP. Essa fundamentação baseia-se na defesa de que não há qualquer diferença de tratamento desarrazoada, uma vez que a diferenciação de que se trata estrutura-se no princípio da maioria, de base patrimonial. A justificação para a diferença de tratamento entre maioria e minoria com base no princípio da maioria é embasada na ideia de que esse princípio pressupõe o funcionamento da sociedade baseado na titularidade de participações sociais. Desse modo, haverá um tratamento igual se se considerar que todos os sócios estão em igualdade de condições para aceder aos mercados de aquisição e alienação potestativos. A suposta desigualdade na realidade diz respeito à uma diferença quantitativa na titularidade das participações sociais, que é apenas reflexo do funcionamento do regime acionário³⁰⁷.

Não obstante o argumento aduzido por Engrácia Antunes acima colacionado possua força argumentativa, não resta isento de críticas. Maria Mariana de Melo Egídio Pereira³⁰⁸, apesar de concordar com a configuração do direito de propriedade incidente sobre a participação social como “propriedade corporativa”, não entende que essa especial configuração se esgote na própria definição de qual é o conteúdo constitucionalmente tutelado deste direito patrimonial privado, não se colocando a questão em termos de medida restritiva de um direito fundamental. Para a autora, para que a aquisição potestativa do art. 490º não configure uma medida expropriatória, não pode esta medida restritiva estar isenta dos requisitos do art. 18º da CRP. Assim, por mais que não se trate de uma expropriação por utilidade pública, mas se aproximando de uma espécie de expropriação particular, a necessidade de haver uma compensação patrimonial adequada deixa evidente que o art. 490º impõe uma restrição de conteúdo de um direito constitucionalmente protegido. Por essa razão, a compensação patrimonial e outras medidas protetivas aos sócios minoritários visam assegurar a observância ao requisito da proporcionalidade para a restrição operada, não dizem respeito, pois, à uma questão de conformação do conteúdo do direito.

³⁰⁶ ANTUNES, José A. Engrácia, *op. cit.*, pp. 126-143. PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egídio. A Aquisição tendente ao domínio total. Breves reflexões sobre o art. 490º do Código de Sociedades Comerciais. *O Direito*, N.ºIV, Ano 140º (2008), p. 958.

³⁰⁷ PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egídio, *op.cit.*, p. 958.

³⁰⁸ *Ibidem*, p. 946.

Concordamos com os apontamentos de Coutinho de Abreu e Soveral Martins³⁰⁹. Para esses autores, a ideia de que as participações sociais constituem uma propriedade “corporativa”, mediatizada pelo órgãos de sociedade - que, sendo de capitais, por sua vez, regem-se pelo princípio da maioria - ignora o fato de que a transmissão voluntária de participações sociais não passa necessariamente pelos órgãos da sociedade, e que as transmissões compulsivas ocorridas na aquisição tendente ao domínio total simplesmente não passam por esses órgãos, ou seja, não decorrem de decisões internas da corporação, o que reflete, portanto, que a fundamentação baseada no princípio da maioria não faz muito sentido nesse caso. Sendo assim, para esses autores não há que se falar em mera conformação do conteúdo do direito de propriedade, o que ocorre na realidade é a permissão legal para uma restrição do direito de propriedade, que se justifica em razão da escolha legal pela preponderância do direito de iniciativa econômico empresarial diante do conflito deste direito com o direito de propriedade dos sócios minoritários.

b) O Direito de Propriedade e o Direito à Liberdade de Iniciativa Econômica

O direito de propriedade – tal como qualquer outro direito fundamental - pode sofrer restrições em razão da integração com outras normas, valores e princípios jurídico-constitucionais sempre que a esfera de proteção desse direito colida com outra de outro direito ou princípio. E esse conflito só poderá ser resolvido através do princípio da concordância prática³¹⁰, segundo o qual as normas constitucionais devem ser interpretadas em uma unidade, e, na solução de problemas jurídicos, ou seja, os bens constitucionalmente protegidos devem ser coordenados uns com os outros, de tal forma que todos ganhem realidade. Dessa forma, deve-se ponderar a intensidade das restrições impostas em cada interesse conflitante para que se garanta que o sacrifício de um seja necessário para a salvaguarda de outro.

Nesse contexto, o direito de propriedade deve ser analisado também frente a outros direitos e princípios, em especial a concorrência com o princípio da livre iniciativa

³⁰⁹ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *op. cit.*, p. 149.

³¹⁰ HESSE, Konrad. *Temas Fundamentais do Direito Constitucional*. 1a Ed. (Edição Digital) Série IDP. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 214 e ss.

econômica privada³¹¹, consagrada no art. 61º, n.º 1 da CRP, e cujo fundamento básico consiste no direito à liberdade de organização da empresa, que compreende *o direito dos sujeitos jurídicos-privados de estruturar e organizar livremente o modo de exploração das atividades económicas através da combinação diversa dos fatores produtivos*³¹².

O exercício dessa liberdade desencadeou o acolhimento e regulamentação legislativa de diversas formas de organização das atividades económico-empresariais. Nesse sentido, as formas societárias desenvolveram-se ao longo do tempo de acordo com as exigências de cada período histórico. Em síntese, a primeira fase do direito comercial é marcada pela figura do comerciante individual, dotado de estatuto próprio; a segunda, pela multiplicação das sociedades comerciais, novos arranjos societários e crescimento da sociedade anônima como forma de instrumento de captação do investimento popular. E há quem identifique, como Fábio Konder Comparato³¹³, uma terceira fase de desenvolvimento do direito empresarial: a da concentração económica, caracterizada pelo universo das multinacionais, dos consórcios, das *holdings*, entre outras formas de associações de empresas.

Esse novo modelo de organização empresarial foi legitimado pelo legislador português ao regulamentar as chamadas “sociedade coligadas”, no título IV do CSC (art. 491º e seguintes), bem como a formação das relações de grupo (arts. 482º e 488º e seguintes). Contudo, o reconhecimento dessa forma organizatória pressupõe o rompimento com modelos clássicos do direito societário, principalmente no que diz respeito ao modelo pautado na independência da sociedade empresária, pois a empresa plurissocietária confere legalidade a circunstância de subordinação de uma sociedade comercial ao poder de direção de outra.

As transformações impostas pelo modelo plurissocietário empresarial, por conseguinte, fazem com que as sociedades-filhas, antes administradas por órgãos sociais

³¹¹ Segundo Coutinho de Abreu, a liberdade de iniciativa económica privada é consagrada em duas vertentes, quais sejam: o direito de criação da empresa e o direito de escolha do objeto e modo de gestão da empresa. Quanto a este último, destaca o autor que art. 61º, n.º1 da CRP garante que a iniciativa económica privada possa ser exercida livremente, mas nos quadros definidos pela Constituição e pela lei. Cfr.: ABREU, J. M. Coutinho de. Limites Constitucionais à Iniciativa Económica Privada.. In: *Separata do n.º especial do BFD – Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor António de Arruda Ferrer Correia*, Coimbra: 1986, pp. 6-10.

³¹² VAZ, Manuel Afonso. *Direito Económico: a ordem económica portuguesa*. 4ª Ed. Coimbra: Coimbra Editora, 1998, p. 165.

³¹³ COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 8.

independentes com objetivos claros de maximização dos lucros sociais e prossecução de um interesse social próprio, passem a ser guiadas por um superior interesse de grupo³¹⁴. Assim, pode-se afirmar que os sócios da sociedade-filha, especialmente os minoritários, sofrem uma limitação substancial de seus direitos organizativos e patrimoniais, pois, além de ser remota a possibilidade de supervisão da gestão social³¹⁵, ficam suscetíveis a uma eliminação de seus direitos aos lucros³¹⁶.

Considerando que a admissão da empresa plussocietária, pautada no princípio da liberdade de iniciativa econômica, inevitavelmente implica a afetação da propriedade corporativa dos sócios minoritários das sociedades agrupadas, cumpre analisar como se pode resolver o conflito entre essas duas normas constitucionalmente protegidas nos arts. 61º, n.º 1 e 62º, n.º da CRP. A solução dada pelo legislador infraconstitucional a essa colisão foi no sentido de permitir limitações ou modificações dos direitos dos sócios minoritários desde que realizadas por intermédio de contrapartidas patrimoniais destinadas à proteção desses direitos.

Nesse diapasão, Engrácia Antunes³¹⁷ defende que a compatibilização dos interesses envolvidos ocorre mediante uma lógica de compensação, assim, a figura da aquisição tendente ao domínio total prevista no art. 490º é vista como um mecanismo sinalagmático, possibilitando que uma sociedade exerça controle absoluto sobre outra mediante a garantia de medidas compensatórias em favor dos sócios minoritários. Dessa forma, a dúvida quanto à constitucionalidade do instituto reside apenas em saber se existe observância aos princípios da necessidade e proporcionalidade no ato de privação das participações sociais dos minoritários.

c) A Preponderância do Direito à Livre Iniciativa Econômica Privada da Sociedade Dominante face o Direito à Propriedade Privada dos Sócios Minoritários sob a Luz do Teste da Proporcionalidade

Como restou esclarecido acima, a admissibilidade constitucional da limitação do direito de propriedade dos sócios minoritários ocorrida em razão da aquisição potestativa do

³¹⁴ ANTUNES, José A. Engrácia. *A Aquisição Tendente ao Domínio Total*. Da sua constitucionalidade. Coimbra: Coimbra editora, 2001, p. 118.

³¹⁵ Cfr.: arts. 493º, n.º 1 e 503º do CSC.

³¹⁶ Cfr.: art. 508º do CSC.

³¹⁷ ANTUNES, José A. Engrácia, *op. cit.*, p. 119.

art. 490º depende da observância do princípio da proporcionalidade. Desse modo, com base nos apontamentos de Menéres Pimentel³¹⁸ e Egídio Pereira³¹⁹, analisaremos adiante a referida privação a partir do teste da proporcionalidade em suas três verificações: adequação, necessidade e proporcionalidade em sentido estrito.

Em relação à adequação, cumpre verificar se a detenção do capital social da sociedade dominada conferirá à sociedade dominante um poder de decisão mais amplo ou mais flexível do que o que possui ao dispor de 90% ou mais do capital social da sociedade dominada.

No âmbito das sociedades por quotas, o art. 265º do CSC estabelece que as alterações do contrato de sociedade podem ser tomadas por maioria de 3/4 dos votos, mas também o próprio contrato poderá exigir um número superior de votos ou poderá condicionar a alteração a um voto de determinado sócio. Além disso, no que se refere à dissolução da sociedade, o art. 270º do CSC dispõe que a deliberação deve ser tomada por maioria de 3/4 do capital social, podendo o contrato exigir maioria mais elevada ou outros requisitos.

No tocante às sociedades anônimas, a deliberação sobre a dissolução da sociedade deve ser tomada com uma maioria de 2/3 dos votos emitidos, a não ser que o contrato exija maioria mais elevada ou outros requisitos, nos termos dos arts. 386º e 464 do CSC. Além do mais, o art. 86º do CSC exige, para a atribuição de efeitos retroativos às alterações do contrato de sociedade nas relações entre os sócios, que a deliberação seja unânime.

Essas regras revelam que não são muitos os casos em que a tomada de deliberações sociais dependa da obtenção de votos correspondentes a mais 90% ou a totalidade do capital social. Diante disso, resta saber se esses reduzidos casos seriam suficientes para justificar um instrumento capaz de extinguir a posição dos sócios minoritários, deixando de ser exercidos por estes o direito aos lucros, direito de participação nas deliberações sociais, direito à informação, direito à designação dos órgãos de administração e fiscalização da sociedade (conforme art. 21º do CSC).

³¹⁸PIMENTEL, José Menéres. O art. 490º, N.º 3, do Código de Sociedades Comerciais Será Inconstitucional? *Estudos em Homenagem a Cunha Rodrigues*, Volume II, Coimbra: Coimbra Editora, 2011, pp. 515-526.

³¹⁹ PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egídio. A Aquisição tendente ao domínio total. Breves reflexões sobre o art. 490º do Código de Sociedades Comerciais. *O Direito*, N.º IV, Ano 140º (2008), pp. 923-968.

Segundo Menéres Pimentel³²⁰, ainda que os minoritários exerçam de modo leal seus direitos, sua existência pode se tornar inconveniente para a parte majoritária, pois esta pode revelar informações que preferiria manter em sigilo, além de poder sofrer contestações contra decisões relativas à gestão da sociedade em reuniões dos órgãos sociais, obrigando a convocação de assembleia geral em detrimento de deliberação em assembleias universais conforme o art. 54º do CSC. Contudo, essa mera inconveniência não é fundamento bastante para a restrição dos direitos de propriedade privada dos sócios uma vez que, por mais que haja perturbações ao funcionamento social, os minoritários estariam simplesmente agindo em conformidade com os direitos inerentes à sua posição social³²¹.

Entretanto, a aquisição potestativa das participações sociais dos minoritários é considerada adequada no contexto dos grupos societários na medida em que possibilita um maior âmbito de decisão para a sociedade majoritária na prossecução de seu projeto societário³²². Ou seja, é possível fundamentar a adequação³²³ da figura através do objetivo societário visado pela sociedade dominante, mas não pode ser justificado como simples meio de remoção dos inconvenientes inerentes ao exercício dos direitos dos sócios minoritários.

Com relação ao requisito da necessidade, a questão já não é tão clara, isso porque o reforço dos grupos societários pode ser atingido por diversos outros meios que seriam menos gravosos que o domínio total da sociedade, tais como o contrato de grupo paritário (art. 492º do CSC) e o contrato de subordinação (art. 493º e seguintes), mecanismos contratuais que permitem o estabelecimento de uma direção comum e unitária ou a subordinação da gestão de uma sociedade à outra sem que haja uma imposição aos sócios minoritários para a alienação forçada de suas participações sociais.

Todavia, comparado a esses mecanismos alternativos, o domínio total oferece maior coesão e coerência internas. Assim, apesar desses outros mecanismos oferecerem soluções menos gravosas, eles não podem entrar na ponderação pois não se traduzem em

³²⁰ PIMENTEL, José Menéres. *op. cit.*, p. 521.

³²¹ PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egídio. *op. cit.*, p. 952.

³²² PIMENTEL, José Menéres. *op. cit.*, p. 521.

³²³ O exame da adequação não tem por objetivo analisar o grau de intensidade na obtenção do resultado mas tão somente saber se a medida em causa pode atingir o fim pretendido. Cfr.: CANAS, Vitalino. Proporcionalidade (Princípio da). *Dicionário Jurídico da Administração Pública*. Volume IV. Lisboa, 1994, p. 623.

esquemas que permitam a prossecução com o mesmo nível de eficácia para fins de reforço da relação intrassocietária³²⁴.

Conforme ressalta Egídio Pereira³²⁵, *é inegável que o acréscimo de eficiência do art. 490º é relevante para menosprezar as restantes medidas alternativas de criação de relações grupos*. Além do mais, segundo a referida autora, na prática, não é tão fácil recorrer a essas formas alternativas contratuais de constituição de grupos. Um exemplo disso é que a sociedade dominante já seria titular de uma maioria qualificada do capital social da sociedade dominada, e o art. 492º, n.º 1 do CSC impede a formação de grupos paritários quando já exista uma relação de domínio parcial entre sociedades. Além do mais, no regime do contrato de subordinação, caso uma minoria de 5% mais um do capital social vote contra a constituição, nos termos do art. 496º, n.º 2 do CSC, isso já seria suficiente para impedir que a sociedade dominante não usufrua das vantagens das relações de grupos contratuais. Logo, o mecanismo do art. 490º do CSC deve ser considerado necessário para fins de reforço dos grupos de sociedades.

Com relação à proporcionalidade em sentido estrito, Menéres Pimentel entende que a medida legislativa do art. 490º do CSC não se mostra admissível quando da ponderação dos bens ou valores implicados³²⁶. Segundo o autor, existe uma manifesta desproporção entre o benefício em favor da sociedade dominante e a desvantagem suportada pelos sócios minoritários, sendo muito mais gravoso para estes a perda forçada de suas participações do que a eventual dificuldade em atingir a unanimidade nas deliberações sociais para a sociedade majoritária.

Entretanto, parece mais acertado o posicionamento de Egídio Pereira³²⁷ sobre a questão: para a autora, o objetivo visado pela sociedade dominante de reforçar as relações intersocietárias e proporcionar uma gestão mais eficaz é proporcional em relação as desvantagens sofridas pelos minoritários, uma vez que estes terão suas posições extintas, mas mediante uma contrapartida patrimonial adequada, que poderá ser inclusive

³²⁴PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egídio. *op. cit.*, p. 953. Em sentido diverso, Menéres Pimentel argumenta que o aumento de eficiência trazido pela medida restritiva do art. 490º do CSC não possui expressão suficiente para afastar a possibilidade da sua substituição pelas demais formas de criação de grupos societários. Desse modo, o referido autor entende que o mecanismo previsto no art. 490º do CSC não se mostra necessária para o reforço dos grupos societários. Cfr.: PIMENTEL, José Menéres. *op. cit.*, p. 523.

³²⁵ PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egídio. *op. cit.*, p. 953.

³²⁶ PIMENTEL, José Menéres. *op. cit.*, p. 523-524.

³²⁷ PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egídio. *op. cit.*, pp. 952-953.

participações sociais da sociedade dominante. Dessa forma, esta última poderá tomar decisões sem a oposição de bloqueio de uma minoria. Além disso, segundo a autora, ainda que entenda a o mecanismo de aquisição potestativa do art. 490º como uma forma de “expropriação por utilidade particular”, o que leva ao reconhecimento de que inegavelmente o instituto *toca em cheio a “garantia” constitucional da propriedade privada*, não significa dizer que essa interferência seja inconstitucional, na medida em que, como ocorre mediante uma compensação patrimonial adequada, preservam-se os direitos dos sócios minoritários.

Em sede de argumentação a favor da proporcionalidade, há que se ressaltar como foi abordada a questão da constitucionalidade do instituto em outros ordenamentos jurídicos. Na Alemanha, a discussão mais representativa refere-se ao caso *Feldmühle*³²⁸, no qual o Tribunal Constitucional Alemão, em acórdão de 7 de agosto de 1962, analisou a constitucionalidade da aquisição compulsiva e consequente exclusão forçada dos minoritários, que, apesar de se referir a um caso de fusão, mostra-se situação semelhante na medida em que diz respeito ao caso em que a sociedade dominante, por decisão unilateral a ao atingir um requisito de detenção de 90% do capital social, incorporou a sociedade dominada.

No referido julgado, sedimentou-se o entendimento de que, uma vez que as ações são consideradas direito patrimonial com base na constituição alemã, restrições a esse direito poderão ocorrer, mas desde que de acordo os preceitos constitucionais, especialmente o princípio da igualdade de tratamento. Além disso, afastou-se a identificação da figura como uma forma de expropriação, com base no argumento de que, se assim fosse, a norma do art. 14º da Lei Fundamental alemã que poderia embasar a figura exige não só uma indenização correspondente, mas também a participação do poder pública. Do que se deduz, portanto, que não se trata de uma forma de expropriação, mas sim uma conversão patrimonial das participações sociais dos minoritários por deliberação da maioria.

Outro exemplo que merece destaque é a decisão de 12 de outubro de 1982 da Comissão Europeia dos Direitos do Homem³²⁹, no sentido de que a cedência forçada de direitos patrimoniais de particulares a outros particulares não contraria o art. 1º do 1º Protocolo da Convenção Europeia de Direitos do Homem, desde que ocorra mediante uma

³²⁸ *Ibidem*, p. 953.

³²⁹ Caso “Lars Braameliid e Anne Marie vs. Suécia” in *Documentação e Direito Comparado*, Nº 27/28, 1986. Disponível em: <<http://www.gddc.pt/default.asp>>.

compensação adequada, tendo em vista que o direito da pessoa ao respeito de seus bens não significa que o legislador não possa prever situações restritivas desse direito, respeitando, para tal, o equilíbrio necessário.

À vista disso, grande parte das jurisprudência e doutrina estrangeira e portuguesa³³⁰ defendem a legitimidade do art. 490º alegando a existência de institutos funcionalmente equivalentes, os quais conduzem também à transmissão ou extinção compulsivas das participações sociais dos minoritários, tais como: fusão, cisão, transformação, dissolução de sociedades, liquidação da sociedade em razão de transmissão global do patrimônio, amortização de quotas ou ações.

Contudo, não parece ser o referido argumento bastante em si, pois o fato do direito das sociedades prever outros institutos em que, por deliberação maioritária, as participações sociais se extingam ou se convertam em outros bens, não retira o caráter excepcional e gravoso da aquisição potestativa do art. 490º do CSC³³¹. Além disso, esses instrumentos possuem diferenças substanciais se comparados à figura da aquisição tendente ao domínio total.

Conforme observam Coutinho de Abreu e Soveral Martins³³², na fusão, transformação e cisão das sociedades, os sócios não podem ser obrigados a deixar de serem sócios, o que pode ocorrer na aquisição tendente ao domínio total, quanto aos minoritários. Ao contrário do que se sucede com relação a este último instituto, naqueles não haverá a apropriação forçada de uma participação de um sócio por outro.

³³⁰ANTUNES, Ana Filipa Morais. O Instituto da Aquisição Tendente ao Domínio Total (artigo 490º do CSC): um exemplo de uma “expropriação legal” dos direito minoritários? *Nos 20 Anos do Código de Sociedades Comerciais. Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco lobo Xavier*. Coimbra: Coimbra editora, 2007; ANTUNES, José A. Engrácia. *A Aquisição Tendente ao Domínio Total. Da sua constitucionalidade*. Coimbra: Coimbra editora, 2001; CORDEIRO, António Menezes. Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total (art. 490º, n.º3, do Código de Sociedades Comerciais). *Boletim do Ministério de Justiça*, N.º480, novembro, Ano 1998; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade: por um critério unitário de solução do “conflito do grupo”*. Coimbra: Almedina, 2011; PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egidio. A Aquisição tendente ao domínio total. Breves reflexões sobre o art. 490º do Código de Sociedades Comerciais. *O Direito*, N.ºIV, Ano 140º (2008), pp. 923-968;

³³¹ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *Grupo de Sociedades*. Aquisições tendentes ao domínio total. Coimbra: Almedina, 2003, p. 60.

³³²ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. ABREU, J. M. Coutinho de (Coord.). Coimbra: Almedina, 2014, p. 148.

Na fusão, os sócios da sociedade extinta convertem-se em sócios da nova sociedade ou da sociedade incorporante³³³. Na cisão, os sócios da cindida continuam sócios desta sociedade quando não se tratar de cisão total, tornando-se sócios da sociedade ou das sociedades beneficiárias em função do estabelecido no projeto de cisão³³⁴. Já na transformação, a adoção de um novo tipo societário não interfere na posição social nem no montante da participação de cada sócio³³⁵, o que existe na realidade é o direito dos sócios que votem contra a proposta de transformação se exonerarem da sociedade por sua própria iniciativa.

Com relação à dissolução³³⁶, esta normalmente desencadeia a fase de liquidação da sociedade. A sociedade será extinta por ocasião do registro encerramento da liquidação, momento este em que naturalmente não haverá mais sócios. Contudo, essa inexistência não se confunde com a apropriação de participações sociais de um sócio por outro. Por sua vez, a amortização de quotas ou a amortização de ações com redução de capital³³⁷ constituem formas de extinção das participações sociais, que diferentemente da aquisição tendente ao domínio total, não podem ser apropriadas.

Todavia, essas diferenças não significam a ilegitimidade do art. 490º do CSC, mas somente reafirmam seu caráter excepcional e gravoso, e justamente por essa razão o instituto, para ser considerado legítimo, exige que a sociedade dominante observe estritamente seu dever de lealdade perante os sócios minoritários, de modo a fundamentar o uso da aquisição tendente ao domínio total no direito de liberdade à iniciativa privada.

Segundo Coutinho de Abreu e Soveral Martins³³⁸, a exigência do dever de lealdade entre os sócios é necessária pelo fato de que a aquisição tendente ao domínio total implica o sacrifício do interesse social comum a todos os sócios atuais, na medida em que os sócios minoritários são forçados a sair da sociedade, restando obrigados a deixar de utilizar a mesma em seu proveito.

³³³ Cfr. arts. 97º, n.º 4 e 112º, b, do CSC.

³³⁴ Cfr. arts. 112º, b; 119º, f; 120º; 127º; 129º, 2 do CSC.

³³⁵ Cfr. arts. 136º e 137º do CSC.

³³⁶ Cfr. art. 146º e seguintes do CSC.

³³⁷ Cfr. arts. 232º, n.º 2 e 347º, n.º 2 do CSC.

³³⁸ ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. *Grupo de Sociedades. Aquisições tendentes ao domínio total*. Coimbra: Almedina, 2003, p. 60.

Desse modo, será considerada ilícita a aquisição operada com abuso de direito, isto é, aquela cujo exercício se dá não em virtude dos interesses a que esse direito se propõe, mas sim com vistas à negação dos interesses dos sócios minoritários da sociedade dominada. Nesse sentido, será abusiva tanto a aquisição emulativa, que visa exclusivamente o prejuízo do sócio minoritário, tanto aquela aquisição em que apesar de se destinar a interesses legítimos do sócio dominante, representa desutilidades tais para os sócios minoritários que, na ponderação entre os interesses em causa, os interesses do sócio dominante não justificam o sacrifício dos interesses dos minoritários. Mais claramente, será abusiva a aquisição que não atenda ao princípio da boa-fé, consagrado no art. 334º do Código Civil, ou que não atenda aos fins do direito de aquisição tendente ao domínio total³³⁹, designadamente o de promoção da constituição de grupos de direito³⁴⁰.

Isso posto, pode-se concluir pela proporcionalidade da aquisição potestativa do art. 490º do CSC, desde que se verifique, no caso concreto, o atendimento aos fins a que serve a norma, e a observância à boa fé.

1.2.2. A Discussão Acerca da Inconstitucionalidade dos Art. 194º e ss. da CVM

O acórdão do Tribunal Constitucional n.º 491/02 que pacificou o entendimento pela constitucionalidade do art. 490º do CSC não considerou diretamente as questões relacionadas à transmissão potestativa no âmbito das sociedades abertas. Entretanto, não há obstáculos a uma transposição dos argumentos mencionados no item anterior para o regime de aquisição tendente ao domínio total previsto na CVM.

Segundo Paulo Câmara³⁴¹, há quem justifique a transmissão potestativa mobiliária como um contraponto das OPAs obrigatórias. Segundo esse raciocínio, se alguém se vê forçado a dirigir uma oferta a percentagens significativas de minoritários por ocasião da transição de controle, deve poder adquirir as ações remanescentes dos minoritários. Contudo, esse argumento é pertinente apenas em parte: na prática, antes da transposição da Directiva

³³⁹ *Ibidem*, p. 62.

³⁴⁰ Ressalte-se também a razoabilidade da finalidade de evitar “potenciais conflitos” entre uma larga maioria e a minoria. Contudo, esses possíveis conflitos não devem ser supervalorizados, até porque, na prática, em razão da estrutura das regras societárias, eles revelam-se remotos.

³⁴¹ CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª Ed. Coimbra: Almedina, 2011, pp. 767-768.

2004/25/CE nem todos os Estados europeus que previam a OPA obrigatória admitiam direitos de aquisição e alienação potestativos. Ademais, não há que se falar propriamente em simetria entre aquisição potestativa e o dever de lançamento de OPA, tendo em vista que o lançamento de uma OPA obrigatória não assegura por si só o preenchimento dos requisitos para o exercício da transmissão potestativa.

Nesse sentido, a justificativa mais convincente a favor da proporcionalidade da aquisição potestativa mobiliária assenta-se nos fundamentos implícitos nas regras jurídicas desse regime. Cabem aqui, as mesmas considerações realizadas quanto ao art. 490º do CSC: de um lado, o instituto serve para resolver desentendimentos graves e possíveis inconvenientes na disputa de interesses entre sócios minoritários e majoritário, e de outro lado, uma situação de domínio total oferece maior coesão e coerência internas para as relações intrassocietárias³⁴².

Outrossim, como mencionado anteriormente, as dúvidas em torno da legitimidade da aquisição tendente ao domínio total no âmbito das sociedades abertas são menos presentes em razão da existência de regras mais densas para a fixação da contrapartida nesse regime (art. 188º do CVM). Somado a isso, o processo previsto no CVM é objeto de controle e supervisão por uma entidade supervisora, a CMVM³⁴³.

Assim, conforme destaca Paulo Câmara³⁴⁴, o regime em matéria de sociedades abertas corresponde a um *aprimoramento da solução societária [...], o novo regime de aquisição, sendo mais garantístico, representa um instrumento equilibrado de um sã governo societário*. Por essa razão, a discussão em torno de sua constitucionalidade não ganha a mesma força que recai sobre o regime do CSC.

³⁴² *Ibidem*, p. 769.

³⁴³ ANTUNES, Ana Felipa Morais. A aquisição tendente ao domínio total no Direito Societário e no Direito dos Valores Mobiliários. In: *Aquisição de empresa*. CÂMARA, Paulo (Coord.). Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 367.

³⁴⁴ CÂMARA, Paulo. *op. cit.*, p. 771.

CONCLUSÃO

Neste trabalho, por meio de revisão bibliográfica, da análise das legislações americana, brasileira e europeia – em especial do sistema jurídico português -, assim como do estudo de jurisprudência, foram alcançadas importantes conclusões a respeito do funcionamento, estrutura, fundamentos e legitimidade das aquisições tendentes ao domínio total.

Na primeira parte, verificou-se que os procedimentos de *squeeze-outs* ocorrem num contexto cada vez mais atual de concentração econômica, o qual, por sua vez, reflete-se diretamente nas normas e estrutura previstas ao microssistema jurídico societário. Além disso, buscou-se examinar a origem, o desenvolvimento, as características e as principais manifestações da figura em análise mediante a realização de um panorama geral sobre o enquadramento normativo do instituto em vários países. Nesse sentido, este trabalho dedicou-se especialmente ao estudo do tema no direito português, investigando pormenorizadamente os pressupostos, características e discussões normativas sobre os dois procedimentos de aquisição tendente ao domínio total previstos no sistema lusitano.

Na segunda parte, a fim de esgotar a discussão sobre os fundamentos do instituto, bem como para melhor compreendê-los, foi trazida à baila a visão da figura sob a perspectiva da Escola da Análise Econômica do Direito. Assim, foram expostas as principais argumentações de fundo econômico sobre o instituto, abordando-se particularmente a Teoria dos Direitos de Propriedade e a Teoria dos Custos de Agência, para, ao final, expor suas limitações e imprecisões.

Na terceira e última parte, foram apreciadas as questões relativas à legitimidade das aquisições tendentes ao domínio total, seja no campo das sociedades fechadas, seja no das sociedades abertas, tendo em vista que o exercício do direito de aquisição potestativa previsto no referido instituto revela-se controvertido, pois que pressupõe a precedência dos interesses do sócio dominante em detrimento dos interesses dos sócios minoritários. Para tal feito, foram traçadas comparações entre os dois regimes previstos na ordem jurídica portuguesa, com vistas a compreender porque a inconstitucionalidade é mais suscitada quanto à regra do art. 490º do CSC do que com relação ao regime do CVM. Em seguida, realizou-se a averiguação da compatibilidade da transmissão forçada de participações sociais

com a proteção jurídico-constitucional conferida pelos princípios da igualdade, da proporcionalidade e do direito de propriedade privada.

Por todo o exposto, conclui-se que, pese embora o caráter excepcional e gravoso do instituto, este não pode ser considerado inconstitucional uma vez que, na colisão entre o direito de propriedade dos sócios minoritários e o direito de liberdade à iniciativa privada, deve prevalecer este último.

A fundamentação constitucional do instituto no direito de liberdade à iniciativa privada não significa, porém, que a aquisição tendente ao domínio total possa ser exercida a qualquer custo. Para que seja considerada legítima, seu exercício exige que a sociedade dominante observe estritamente seu dever de lealdade perante os sócios minoritários, justamente por estar em causa o sacrifício do interesse social comum a todos os sócios atuais. Logo, será considerada ilícita a aquisição operada com abuso de direito - aquela cujo exercício se dá não em virtude dos interesses a que esse direito se propõe, mas sim com vistas à negação dos interesses dos sócios minoritários da sociedade dominada. Assim, a legitimidade do procedimento de aquisição tendente ao domínio total dependerá do atendimento ao princípio da boa-fé, assim como dos fins a que se propõe a figura.

Entretanto, não se pode olhar com ingenuidade a finalidade de constituição de grupos em que se embasa o direito de aquisição potestativa tendo em vista que, por detrás de uma aparente defesa de interesse “público” - a favor da proteção das sociedades dominadas e seus credores -, pode estar em causa, num contexto de reforço de oligopólios, o poderio econômico de grandes capitais a exercer influência na estrutura e tutela do direito societário.

Fato é que, em termos de práticas de boa governança e regularidade da vida societária, é interessante que se tenha um contraponto aos interesses dos sócios dominantes, potencializando-se a dimensão associativa. E, nesse sentido, as aquisições tendentes ao domínio total devem ser analisadas também sob os riscos da unipessoalidade, pois que podem servir de instrumento para a redução da socialidade ao valor do capital.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, J. M. Coutinho de. *Da Empresarialidade*. As Empresas no Direito. Coleção Teses. Coimbra: Almedina, 1999.

_____. *Curso de Direito Comercial*. Das Sociedades. Vol. II. 4ª Ed. p. Coimbra: Almedina, 2011.

_____. *Governação das Sociedades Empresariais*. Coimbra: Almedina, 2006.

_____. Limites Constitucionais à Iniciativa Económica Privada. In: *Separata do n.º Especial do BFD – Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor António de Arruda Ferrer Correia*, Coimbra: 1986.

ABREU, J. M. Coutinho de; SOVERAL MARTINS, Alexandre. Aquisições tendentes ao domínio total. Art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Vol. VII. ABREU, J. M. Coutinho de (Coord.). Coimbra: Almedina, 2014.

_____. *Grupo de Sociedades*. Aquisições tendentes ao domínio total. Coimbra: Almedina, 2003.

ALMEIDA, Amador Paes de. *Manual das Sociedades Comerciais*. Direito de Empresa. 20ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados*. Volume I. 7ª Ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2013.

ANDRADE, José Carlos Vieira de. *Os Direitos Fundamentais na Constituição Portuguesa de 1976*. 5ª ed. Coimbra: Almedina, 2012.

ANTUNES, Ana Felipa Morais. A aquisição tendente ao domínio total no Direito Societário e no Direito dos Valores Mobiliários. In: *Aquisição de empresas*. CÂMARA, Paulo (Coord.). Coimbra: Coimbra Editora, 2011.

_____. O Instituto da Aquisição Tendente ao Domínio Total (artigo 490º do CSC): um exemplo de uma “expropriação legal” dos direito minoritários? In: *Nos 20 Anos do Código*

de Sociedades Comerciais. Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco lobo Xavier. Coimbra: Coimbra editora, 2007.

ANTUNES, José A. Engrácia. *A Aquisição Tendente ao Domínio Total. Da sua constitucionalidade.* Coimbra: Coimbra editora, 2001.

_____. Estrutura e Responsabilidade da Empresa: O moderno paradoxo regulatório. *Revista Direito GV*, v. 1, n. 2, jun./dez. 2005. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2005.

_____. Liability of Corporate Groups: Autonomy and Control in Parent-Subsidiary Relationship in US, German and EU Law, an International and Comparative . In: *Studies in Transnational Economic Law*, Vol. 10, Boston: Kluwer, 1994.

_____. O Artigo 490º do CSC e a Lei Fundamental. Propriedade “corporativa”, propriedade privada e igualdade de tratamento. In: *Estudos em Comemoração dos 5 anos da F.D.U.P.* Coimbra: Coimbra editora, 2011.

_____. *Os Grupos de Sociedade.* Estrutura e Organização da Empresa Plurissocietária. 2ª Edição. Coimbra: Almedina, 2002.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement. *Harvard John M.Olin Center for Law, Economics And Business*, Discussion Paper No. 644, julho,2009. pp.1-19.

_____. What is Corporate law? In: *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and functional approach.* (KRAAKMAN, Reinier et al) 2a Ed. Oxford University Press: 2009.

AROSO LINHARES, José Manuel. *Introdução ao pensamento Jurídico Contemporâneo.* Sumários Desenvolvidos. Coimbra: Policopiado, 1998.

ASCENSÃO, Oliveira. *Direito Comercial.* Volume IV. Sociedades Comerciais. Lisboa, 2000.

BABAK, Anton. *Adoption of Squeeze-Out and Sell-Out Rights of Shareholders in Ukraine on The Basis of a Comparison Of EU, Germany And USA. (LL. M. Short Thesis)* Budapest: Central European University, 2012.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. São Paulo: Nova Cultural. Coleção Economistas, 1988.

BRUDNEY, Victor; CHIRELSTEIN, Marvin. A Restatement of Corporate Freezeouts. *Yale Law School Legal Scholarship Repository*, Paper 4771, 1978. Disponível em: <http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4771?utm_source=digitalcommons.law.yale.edu%2Ffss_papers%2F4771&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages>.

BURKART, Mike; PANUZI, Fausto. Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out. In: *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. FERRARINI, Guido et al (Coord.). Oxford: 2004.

CALABRESI, Guido; MELAMED, Douglas. Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One view of the Cathedral. *Harvard Law Review*, Nº 85: 1089-1128. 1972, Volume 6, 1972.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRICK, Nelson. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTANHEIRA NEVES, António. Entre o Legislador, a Sociedade e o Juiz ou Entre Sistema, Função e Problema – Os Modelos Actualmente Alternativos da Realização Jurisdicional do Direito. In: *Boletim da Faculdade de Direito*, Volume LXXIV, Universidade de Coimbra. Coimbra: 1998.

_____. *Apontamentos Complementares de Teoria do Direito: Lições Proferidas no Ano Lectivo de 1998/1999*. Coimbra: Policopiado, 1998.

_____. *Teoria do Direito: Lições Proferidas no Ano Lectivo de 1998/1999*. Coimbra: Policopiado, 1998.

CASTELÕES, Leonardo. *Os grupos de sociedades: um estudo de direito comparado entre as leis societárias brasileira e portuguesa*. Dissertação de mestrado em Ciências Jurídico-

Empresariais, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. 422 fls. Coimbra : [s.n.], 2004.

CASTILLO, Ramón A. La protección de los derechos de la propiedad y la elección de la estructura de la propiedad corporativa. *El Trimestre Económico*, Vol. LXIX, N.º 273. México, Distrito Federal: Fondo de Cultura Económico, 2002, pp. 37-63.

CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª Ed. Coimbra: Almedina, 2011.

_____. As Ofertas Públicas de Aquisição. In: *Aquisição de empresas*. CÂMARA, Paulo (Coord.). Coimbra: Coimbra Editora, 2011, pp. 157-210.

_____. As Operações de Saída do Mercado. In: *Miscelâneas*, 2º Volume (IDET), 2004.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões, Aquisições e Takeovers: um Levantamento Teórico dos Motivos, Hipóteses Testáveis e Evidências Empíricas. In: *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 2, p.17-38, abril/junho 2003.

CANAS, Vitalino. *Proporcionalidade (Princípio da)*. Dicionário Jurídico da Administração Pública. Volume IV. Lisboa, 1994.

COMPARATO, Fábio Konder. Les groupes de sociétés dans la nouvelle loi brésilienne des sociétés par actions. *Revue Internationale de Droit Comparé*, Vol. 30, N°3, Juillet-septembre 1978.

_____. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law and Economics*. 5a Ed. Boston: Pearson Addison-Wesley, 2008.

CORDEIRO, António Menezes. Aquisições tendentes ao domínio total: constitucionalidade e efectivação da consignação em depósito (art. 490º/3 e 4 do Código das Sociedades Comerciais). *O Direito*, Ano 137º, Volume III, 2005, pp. 449-463.

_____. Da consitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total (art. 490º, n.º3, do Código de Sociedades Comerciais). In: *Boletim do Ministério de Justiça*, N.º480, novembro, Ano 1998.

_____. Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa. *Revista da Ordem dos Advogados*, n.º 54, vol. III, 1994.

_____. *Direito Europeu da Sociedades*. Coimbra: Almedina, 2005.

CORREIA, Luís Brito. *Direito Comercial. Sociedades Comerciais*. Volume II. Lisboa: Associação Académica de Lisboa, 1989.

_____. *Grupos de Sociedades*. Coimbra: Almedina, 1988.

CUNHA, Paulo Olavo. *Direito das Sociedades Comerciais*. 5ª Ed. Coimbra: Almedina, 2014.

D'ERRICO, Helene. *La transposition des articles 15 et 16 (Retrait et Rachat Obligatoire)-directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 sur les offres publiques d'acquisition en droit français et en droit allemand*. Disponível em: <<http://blogs.u-paris10.fr/content/la-transposition-des-articles-15-et-16-retrait-et-rachat-obligatoire-directive-200425ce-du-2>>.

DIAS, Rui Pereira. *Responsabilidade por exercício de influência sobre a administração de sociedade anónimas: uma análise de direito material e direito dos conflitos*. Coimbra: Almedina, 2007.

EIZIRICK, Nelson. *A Lei da S/A Comentada*. Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FERRARINI, Guido; MILLER, Geoffrey P. A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe. In: *Cornell International Law Journal*, Vol. 42, 2009.

FRENCH, Dereck; MAYSON, Stephan; RYAN, Christopher. *Company Law*. 29ª Edição. Oxford: Oxford University Press, 2012.

FRIEDMAN, David D. *Law's order: what economics has to do with law and why it matters*. New Jersey: Princeton University Press, 2000.

GAMPENRIEDER, Peter. *Squeeze-out. Rechtsvergleich, empirischer Befund und ökonomische Analyse*. Series: Betriebswirtschaftliche Studien. 1a Edição. Volume 65. Peter Lang GmbH, Internationaler Verlag der Wissenschaften: 2004.

GARCIA, Fernando. Texto introdutório do livro: PARETO, Vilfredo. *Manual de economia política*. (Tradução de João Guilherme Vargas Netto). São Paulo: Nova Cultural, 1996.

GARNER, Bryan A. (Editor chefe). *Black's law Dictionary*: inglês/inglês. Thonson Reuters: 2009.

GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1, 1980.

HESKAMP, Jan. *Der Einfluss des Aktienrechtlichen Squeeze-Out aus das Bestandsinteresse der Minderheitaktionäre*. Baden-Baden: Nomos, 2013.

HESSE, Konrad. *Temas Fundamentais do Direito Constitucional*. 1a Ed. (edição digital) Série IDP. São Paulo: Saraiva, 2009.

HYLTON, Keith N. Property Rules And Liability Rules, Once Again. *Boston University School of Law, Working Paper Series, Law And Economics, Working Paper No. 05-17*, September, 2005.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, outubro, 1976.

KEHREN, Klaus Peter. *Geschichte und verfassungsrechtliche Rechtfertigung des Ausschlusses von Minderheitsgesellschaftern*. Baden-Baden: Nomos, 2013.

KRAUSS, Michael I. Property Rules Vs. Liability Rules. *International Encyclopedia of Law and Economics*, George Mason University School of Law: 1999. Disponível em: <<http://encyclo.findlaw.com/3800book.pdf>>.

LABAREDA, João. *Das Ações das Sociedade Anónimas*. Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Direito, 1998.

LA PORTA, Rafael; et. al. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Financial Economics*, 58 (1), 2000.

MACINTOSH, Jeffrey G. Minority Shareholder Rights in Canada and England: 1860-1987. *Osgoode Hall Law Journal*, Vol. 27, No. 3, 1989, pp. 561-645.

McCAHERY, Joseph et al. The Economics of the Proposed European takeover Directive. In: *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. FERRARINI, Guido et al (Coord.). Oxford: 2004.

MORAIS DA ROSA, Alexandre; AROSO LINHARES, José Manuel. *Diálogos com law e economics*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009.

MUÑOZ, Eduardo Sechi. *Empresa Contemporânea e o Direito Societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2002.

NASCIMENTO, Ana Rita. Direitos dos sócios na aquisição tendente ao domínio total: pressuostos e concretização. *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III (2011), N.º 4, pp. 985-1025.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Anotação ao art. 490º. In: *Código das Sociedades Comerciais Anotado*. CORDEIRO, A. M(Coord.). Coimbra: Almedina, 2009, pp. 1161-1171.

_____. *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade: por um critério unitário de solução do “conflito do grupo”*. Coimbra: Almedina, 2011.

PEREIRA, Maria Mariana de Melo Egídio. A Aquisição tendente ao domínio total. Breves reflexões sobre o art. 490º do Código de Sociedades Comerciais. *O Direito*, N.º IV, Ano 140º (2008), pp. 923-968.

PIMENTEL, José Menéres. O art. 490º, N.º 3, do Código de Sociedades Comerciais Será Inconstitucional? In: *Estudos em Homenagem a Cunha Rodrigues*, Volume II, Coimbra: Coimbra Editora, 2011, pp. 515-526.

PIRES, César Manuel Ferreira. A oferta pública de aquisição tendente ao domínio total. *Reflexões, Revista Científica da Universidade Lusófona do Porto*, N.º 2, 2º Semestre, Ano: 2007, pp. 95-116.

POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 6a Ed. Nova Iorque: Aspen Publishers, 2003.

RATHAUSKY, Uwe. *Squeeze-out in Deutschland*. Empirisch-ökonomische Analyse im Spannungsfeld zwischen Unternehmenswert und Minderheitsaktionärspartizipation. Baden-Baden: Nomos, 2008.

SÁ, Liliana da Silva. A Contrapartida Patrimonial na Aquisição Tendente Ao Domínio Total. *Revista Julgar*, N.º 9, 2009, pp. 157-172.

SAITO, Richard; SILVEIRA, A. Di. M. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, Vol. 48, No 2. Fundação Getúlio Vargas, 2008, abr/jun: p. 79-86.

SEN, Amartya Kumar. *Collective choice and social welfare*. Amsterdam: Elsevier Science, 1979.

SIMPSON, Scott V.; CORTE, Lorenzo. EU Directive Fails To Harmonize Takeovers. *International Financial Law Review*, Vol. 5, (Apr.), 2005. Disponível em: <<http://www.iflr.com/Article/2027907/European-overview-EU-Directive-fails-to-harmonize-takeovers.html>>.

STORCHI, Maria Cristina. Public mergers and acquisitions in Italy: overview. *Practical Law*: a Thomson Reuters Legal Solution, Nov. 2015. Disponível em:<<http://uk.practicallaw.com/9-502-1314#null>>.

SZTAJN, Rachel. Law & Economics. In: *Direito e Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações*. STAJN, R.; ZYLBERSTAJN, D (Coord.). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

TORRES, Nuno Maria Pinheiro. *Da Transmissão das Participações Sociais Não Tituladas*. Porto: Universidade Católica Portuguesa, 1999.

TRIUNFANTE, Armando Manuel. *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas. Direitos Individuais*. Coimbra: Coimbra Editora, 2004.

TRIGO, Maria da Graça. Grupo de Sociedades. *O Direito*, Ano 123, N.º1, 1991 (janeiro/março), pp. 41-114.

VASCONCELOS, Pedro Pais de. *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*. 2ª Ed. Coimbra: Almedina, 2014.

VAZ, João Cunha. *As OPA na União Europeia Face ao Novo Código de Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2000.

VAZ, Manuel Afonso. *Direito Económico: a ordem económica portuguesa*. 4ª Ed. Coimbra: Coimbra Editora, 1998.

VENTORUZZO, Marco. Freeze-out: Transcontinental Analysis and Reform Proposal. *Virginia Journal of International Law*, Vol 50, No 4, 2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1505485>.

VENTURA, Raúl. *Estudos vários sobre sociedade anónimas*. Almedina: Coimbra, 1992.

_____. Grupo de Sociedades. Uma introdução comparativa a propósito de um projecto preliminar de directiva da C.E.E. *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 41 (Maio-Agosto), Lisboa, 1981.

_____. Ofertas públicas de aquisição e venda de valores mobiliários. In: *Separata da Revista da Faculdade de Direito de Lisboa*, 1992.

_____. Participações Dominantes: Alguns aspectos do domínio de sociedade por sociedades. *Revista da ordem dos Advogados*, Ano 39 (Maio- Agosto), Lisboa, 1979.

VERA, Flávia Santinoni. A Análise Econômica da Propriedade. In: *Direito e Economia no Brasil*. TIMM, Luciano Benetti (Coord.). São Paulo: Atlas, 2014.

VIEIRA, Pedro Cosme da Costa. *Introdução à teoria do consumidor*. Versão Digital. Porto: Faculdade de Economia do Porto, 2004.

ZANELLA, Cleunice; et. al. Conhecendo o Campo da Economia dos Custos de Transação: uma análise epistemológica a partir dos trabalhos de Oliver Williamson. *Revista de Ciências da Administração*, Vol. 17, n. 42, agosto, 2015.

ZWECKER, Andrew. The EU Takeover Directive: eight years later, implementation but still no harmonization among Member States on acceptable takeover defenses. *Tulane Journal of International and Comparative Law*, Volume 21, 2012.