



Luis Nandin de Carvalho

Advogado - Lisboa

Parecer Juridico

relativo ao

artigo 196.º do Código de Valores Mobiliários, que estabelece o direito de alienação potestativa que gozam cada um dos titulares das ações remanescentes, nos três meses subsequentes ao apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição

Luis Nandin de Carvalho

Doutorado pela Universidade de Montpellier

Docente Universitario

Jurisconsulto

Lisboa, 14 de Janeiro de 2015

Parecer Jurídico relativo ao artigo 196.º do Código de Valores Mobiliários, que estabelece o direito de alienação potestativa que gozam cada um dos titulares das ações remanescentes, nos três meses subsequentes ao apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição

O meu parecer jurídico esta de acordo com a sistematização que a seguir se indica:

CONSULTA.....	2
I. Enquadramento e delimitação do Parecer	3
II. Da correta interpretação do direito de alienação potestativa previsto no artigo 196.º do Cód.VM	4
a. Transmissão do direito de alienação potestativa consagrado no artigo 196.º do Cód.VM.	8
b. Alienação potestativa: Proteção dos sócios minoritários, eficiência do mercado e simetria com a aquisição potestativa.	12
b.1. Proteção dos sócios minoritários	13
b.2. Eficiência do mercado	15
b.3. Simetria com a aquisição potestativa	16
c. Enquadramento histórico, quadro regulamentar e direito comparado.....	17
CONCLUSÕES.....	27

CONSULTA

Na sequência da oferta pública concorrente geral e voluntária de aquisição das ações (“OPA”) representativas do capital social da Espírito Santo Saúde, S.G.P.S., S.A. (“ESS”), Sociedade Aberta, lançada nos termos dos artigos 185.º a 185.º-B do Cód.VM pela Fidelidade – Companhia de Seguros, S.A. (“Fidelidade”), vem a Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais (“ATM”) solicitar o meu Parecer sobre a aplicabilidade do direito de alienação potestativa previsto no

artigo 196.º do Código de Valores Mobiliários ("Cód.VM") aos titulares de ações remanescentes que tenham adquirido essa qualidade depois de finda a OPA.

Concretamente, pretende a ATM esclarecer se os titulares das ações remanescentes da ESS adquiridas depois de 14 de Outubro de 2014, data em que terminou a OPA, têm o direito a alienar potestativamente as mesmas socorrendo-se do artigo 196.º do Cód.VM.

Na eventualidade de se concluir pela aplicabilidade do direito de alienação das ações remanescentes da ESS adquiridas depois de 14 de Outubro de 2014 nos termos do artigo 196.º do Cód.VM, pretende ainda a ATM saber se pesaram algumas hesitações em tal conclusão e se a mesma pode ser considerada incontroversa.

I. Enquadramento e delimitação do Parecer

O direito de alienação potestativa das ações remanescentes da ESS sobre o qual a ATM pede o meu Parecer, tem como pano de fundo a oferta pública concorrente geral e voluntária de aquisição das ações representativas do capital social da EES lançada em 26 de Setembro de 2014 pela Fidelidade.

A referida OPA decorreu entre 29 de Setembro e 14 de Outubro de 2014.

Em 15 de Outubro de 2014, foi publicado o resultado da OPA, tendo a Fidelidade adquirido 91.782.932 ações, representativas de 96.065% do capital social e 96.12157% dos respetivos direitos de voto, representando um grau de aceitação da OPA (após a dedução de 54385 ações próprias) de 96.12151%.

De acordo com esses resultados e perante tal domínio societário, os titulares das ações remanescentes podem exercer o direito de alienação potestativa nos termos do artigo 196.º do Cód.VM...

Diga-se que de igual modo, pode a sociedade oferente exercer o direito de aquisição potestativa previsto no artigo 194.º do Cód.VM, uma vez que foram ultrapassados os dois limiares quantitativos de que depende a verificação de tal direito.

Efetivamente o teor do artigo 194.º do Cód.VM em causa é incontroverso

“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.”

O que esta em causa no pedido de Parecer da ATM é exclusivamente saber se os titulares das ações remanescentes da ESS adquiridas após o termo e conclusão da OPA, gozam do mesmo direito de alienação potestativa consagrado no artigo 196.º do Cód.VM de que gozam todos aqueles titulares de ações remanescentes, e que as tenham adquirido antes desse momento, pelo que é essa a única questão que importa resolver, aqui e agora.

II. Da correta interpretação do direito de alienação potestativa previsto no artigo 196.º do Cód.VM

Diz o artigo 196.º do Cód.VM:

“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 ações 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 ações 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”

Importa desde logo determinar o que são “ações remanescentes” a que se refere o artigo 196.º do Cód.VM.

Atendendo ao elemento substantivo e gramatical, as “ações remanescentes” são todas aquelas que não foram adquiridas pela sociedade oferente na OPA, pois simplesmente não existem outro tipo ou classe de ações que justifiquem uma qualquer distinção e tratamento diferenciado.

Tenham comprado antes ou depois de a OPA ter terminado, são titulares das “ações remanescentes” da ESS todos os legítimos titulares das mesmas, ou seja, objetivamente todas as ações excedentes á operação da OPA são ações remanescentes, os seus titulares não podem ser discriminados, antes tratados igualmente - fossem ou não titulares de ações antes da OPA, porquanto tem a mesma categoria jurídica identitária comum,- são acionistas titulares das ações que ficaram na situação de remanescentes apos a OPA.

O único critério habilitante para as ações remanescentes fundamentarem a reivindicação dos seus titulares no procedimento da aquisição potestativa, é um critério temporal - o do respeito pelo prazo de 3 meses, após a OPA, o que bem se compreende de acordo com o princípio fundamental da Ordem Jurídica, o da certeza e estabilidade das relações jurídicas,

Este entendimento é recortado com elevada nitidez, pois o legislador em nenhum momento, mesmo que reflexamente, distingue os “ações remanescentes” nem para efeitos de alienação potestativa, nem para efeitos de aquisição potestativa, como se retira da leitura expressa dos artigos 196.º e 194.º do Cód.VM respetivamente.

Sempre se diria que tal distinção violaria o artigo 9.º, n.º 2 e n.º 3 do Código Civil (CC), uma vez que não pode ser considerado pelo intérprete o pensamento legislativo da norma, que não tenha

na letra da lei um mínimo de correspondência verbal, ainda que imperfeitamente expresso (pois a letra da lei é um elemento cravado da interpretação que estabelece um limite da perscrutação do seu espírito)¹. Assim, como a norma em crise não exige e nem sequer prevê, ainda que de forma remota, um qualquer pressuposto subjetivo que leve a presumir que o legislador não consagrou na sua redação a solução mais acertada ou não soube exprimir o seu pensamento em termos adequados e suficientes.

O facto do artigo 196.º, n.º 2 do Cód.VM não exigir um comprovativo da data de aquisição das ações remanescentes, quando exige a apresentação de documento comprovativo de consignação em depósito ou de bloqueio das ações, é a *preuve-du-jour* da vontade do legislador, em não pretender distinguir, leia-se discriminar, os acionistas em razão da data de aquisição das ações.

Diga-se que a eventual exigência de tal comprovativo da data de aquisição das “ações remanescentes” nunca poderia ser um requisito procedimental deixado à livre decisão da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) porque esta estaria arrogar-se de um poder legislativo que não tem e estaria a onerar os “titulares das ações remanescentes” com custos que não estavam previstos quando tomaram a sua decisão de adquirir as ações e posteriormente aliena-las potestivamente, violando com isso princípios de transparência, publicidade e igualdade.

E ainda mais, a usurpação administrativa pela CMVM do poder legislativo,- criando uma norma *a se e ad hoc*, constitui uma gravíssima inconstitucionalidade com violação ostensiva do artigo 112º n.º 5 da Constituição da República Portuguesa (CRP), cujo teor impede a criação de outras categorias de atos legislativos, ou conferir a actos de outra natureza, o poder de, com eficácia externa interpretar, integrar, modificar, suspender ou revogar qualquer dos seus preceitos.

Sem prescindir, mas por mero exercício de raciocínio académico, admitamos que o artigo 196.º, n.ºs 1 e 2 do Cód.VM comportaria para além dos requisitos objetivos e formais previstos no n.º 3 do aludido preceito, requisitos procedimentais de verificação que permitissem à CMVM notificar os titulares das ações remanescentes para fazerem prova da data de aquisição das mesmas, procurando-se assim não se delimitar, por aqui, a vontade do legislador.

¹ “Uma interpretação que não se situe já no âmbito do sentido literal possível, já não é interpretação, mas modificação de sentido” (Larenz, Karl; 1991, *Methodenlehre Der Rechtswissenschaft*, 6.ª Edição, Springer-Verlag, Heidelberg)

Acontece que tal raciocínio estaria desde logo inquinado, pois como estabelece o artigo 196.º, n.º 1, os titulares das ações remanescentes, antes de se dirigirem à CMVM para exercer o direito de alienação potestativa, são obrigados a “*dirigir por escrito ao sócio dominante convite para que, no prazo de oito dias, lhe faça proposta de aquisição das suas ações.*” Ora neste comando jurídico nada se exige quanto a necessidade de prova de qualquer data de aquisição dos títulos, o que inviabiliza que o intérprete (ainda por cima administrativo) possa distinguir onde a Lei não distinguiu (*ubi Lex non distinguit nec nos distinguere debemus*).

Sendo também claro que à sociedade oferente não compete verificar os requisitos procedimentais de alienação potestativa nos termos previsto no artigo 196.º, n.º 2 n.º 3 do Cód.VM, precisamente porque sendo um direito potestativo este é oponível ao adquirente *urbi et orbe*, verificados dos quatro requisitos objetivos fixados na Lei,(artº 196º nº1 e nº 2) ou seja:

- a) Serem ações remanescentes não adquiridas na OPA
- b) Respeitar-se o prazo de três meses para o exercício do direito
- c) Prova do depósito ou de bloqueio dos títulos
- d) Eventual indicação de contrapartida

Ora, assim conclui-se limpidamente pela inexigência de prova da data de aquisição das ações por parte da sociedade oferente, esta seria de todo inadmissível por não ter qualquer respaldo na lei, o que prova a vontade do legislador não fazer depender o exercício do direito de alienação potestativa consagrado no artigo 196.º do Cód.VM da data de aquisição das “ações remanescentes”.

Claro é que a declaração da decisão de alienação potestativa por qualquer titular de ações remanescentes a ser enviada à CMVM, apenas tem de ser acompanhada do documento comprovativo de consignação em depósito ou de bloqueio das ações a alienar e da indicação da contrapartida calculada nos termos dos n.ºs 1 e 2 do artigo 194.º. (Cfr. artigo 196.º, n.º 2, al. a) e b) do Cód.VM).

Tal resulta, na verdade, da *mens legislatoris* e, se dúvidas houvesse, o sentido atribuído pela comunidade de investidores que compraram as ações da ESS não podia ser outra, pois o próprio prospeto da OPA nada dispõe o exercício do direito de alienação potestativa, e tão pouco esclarece como é que a virtual e hipotética necessidade de prova da data de aquisição das ações teria de ser feita, o que leva à presunção que a própria CMVM (responsável pela aprovação do prospeto), a sociedade oferente e o intermediário financeiro entenderam “*que o legislador consagrou as*

soluções mais acertadas e soube exprimir o seu pensamento em termos adequados" (cfr. artigo 9.º, n.º 3 do CC) relativamente a norma prevista no artigo 196.º do Cód.VM.

Aliás, a assim não se entender, tal seria sob pena de, não tendo o prospeto tal informação, criar uma deturpação sobre o risco económico-jurídico propiciado pelo investimento em ações da ESS, e motivador dessa tomada de decisão, inclusivamente qual ao nível de custos na obtenção de tal documento junto do intermediário financeiro, onde os titulares das "ações remanescentes" da ESS as tivessem depositado.

A consideração deste princípio jurídico na interpretação da norma é especialmente importante, *"sob pena de, se isto não acontecer [ter um sentido (uma motivação, um conjunto de objetivos) que caiba razoavelmente no sentido literal da declaração do legislador], se estar a criar uma nova norma, em vez de interpretar uma norma já existe"*².... e tal situação, já acima vimos, que seria ostensivamente inconstitucional

a. Transmissão do direito de alienação potestativa consagrado no artigo 196.º do Cód.VM.

Sem prescindir façamos outro exercício e consideremos, por mera hipótese de raciocínio académico, o seguinte:

O conceito de "ações remanescentes" no enquadramento em que é tipificado, respeita às ações não adquiridas pela sociedade oferente no âmbito da OPA. Isto é, ações que poderiam ter sido adquiridas pela sociedade oferente, mas que não foram naquele momento. E porque não foram? – Apenas porque os titulares dessas ações decidiram, por alguma razão, não aceitar a OPA. Estes, sem dúvida, têm o direito potestativo de vender essas ações por força do aludido direito (excepcional) e sem dependência de outro qualquer requisito para além dos previstos no artigo 196.º do Cód.VM.

Assim, numa perspetiva zetética, coloca-se a pergunta que há a responder: os acionistas que tenham adquirido as "ações remanescentes" depois da OPA, portanto, todas aquelas que não foram objeto de aquisição pela sociedade oferente no âmbito da OPA tem o mesmo direito potestativo e excepcional?

² HESPANHA, António M.; 1982, Fundação Calouste Gulbenkian

Pode então colocar-se então a dúvida, porquanto concluída a OPA, eles não estavam qualificados para exercer o direito potestativo, pois não eram nesse momento accionistas. Mas é essa dúvida legítima?

Objetivamente trata-se de acções reamescentes (em sentido impróprio?), pois se é certo que objetivamente são remanescentes (isto é excedentes da OPA), ainda que, para já, em abstrato, em concreto as acções podem não ser “remanescentes” para os novos titulares porque antes este não eram accionistas e não estavam em condições de poderem vender ou não vender na OPA, ou seja, aparentemente, não integram o requisito subjectivo de legitimidade para poderem exercer o direito de alienação potestativa. Mas será mesmo assim?

Sem prejuízo do que mais à frente se dirá sobre a fonte do direito, enquadramento histórico-dogmático e do direito comparado, a única coisa que verdadeiramente seduz saber para responder à questão e problema levantado é se a transmissão da titularidade desses valores mobiliários “remanescentes” depois de terminada a OPA (14 de Outubro de 2014) acarreta a perda do direito de alienação potestativa previsto no artigo 196.º do Cód.VM.

Em causa está ao limite, a possibilidade de perda do direito de alienação potestativa consagrado no artigo 196.º do Cód.VM inerente à participação social na perspectiva do valor mobiliário, isto é, a possibilidade de as “acções remanescentes” serem transmitidas sem certos direitos inerentes nelas incorporadas.

Entenda-se desde logo, como ensina COSTA SANTOS, José, “*esses direitos* [inerentes] *podem ser definidos como um conjunto de posições ativas* [intrínsecas aos títulos e indissociáveis destes], *em que o titular dos valores mobiliários fica investido, em virtude dessa titularidade, perante entidades emitentes*”³, tratando ali em concreto o direito ao dividendo.

O direito de alienação potestativa das “acções remanescentes” da ESS é pois um direito inerente de natureza patrimonial e concreto, na medida em que têm um conteúdo económico imediato e um poder específico, atual e suscetível de ser exercido *ipso facto*, uma vez que os requisitos para a

³ José Marques Estaca, O destaque dos direitos de voto em face do Código dos Valores Mobiliários, in Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão, volume II, Almedina, 2008, pág. 1352.

sua admissibilidade se encontram preenchidos, o que decorre do direito abstrato de alienação potestativa.

À luz do Direito dos Valores Mobiliários, “[s]ão direitos inerentes aos valores mobiliários, além de outros que resultem do regime jurídico de cada tipo: a) Os dividendos, os juros e outros rendimentos; b) Os direitos de voto; c) Os direitos à subscrição ou aquisição de valores mobiliários do mesmo ou de diferente tipo.” (cfr. artigo 55.º, n.º 3 do Cód.VM).

Tal inerência exprime que a titularidade das ações remanescentes acompanha a titularidade intrínseca do direito indissociável de alienação potestativa, isto é, a titularidade do direito à alienação potestativa (quando exista) de quem comprou antes de terminada a OPA transmite-se em conjunto integrando assim uma universalidade de direitos, com “as ações remanescentes” subjacentes (Cfr. artigo 55.º, n.º 1 do Cód.VM – legitimidade ativa).

O direito de alienação potestativa não é autonomizável, nem destacável e muito menos é perdido com a transmissão da ação subjacente.

Sendo que a transmissão da ação subjacente e direitos inerentes, transmitem-se pelo registo na conta do aquirente⁴ (Cfr. artigo 80.º, n.º 1 do Cód.VM) e a “*compra em mercado regulamentado de valores mobiliários escriturais confere ao comprador, independentemente do registo e a partir da realização da operação, legitimidade para a sua venda nesse mercado*” (Cfr. artigo 80.º n.º 2 do Cód.VM).

Salvo acordo das partes em sentido diverso, a transmissão da ação em mercado organizado envolve a transmissão do direito de alienação potestativa concreto por força do disposto no artigo 210.º, n.º 1 do Cód.VM

⁴ Por exemplo, “[o] registo da transmissão junto do emitente tem uma função de legitimação ativa e passiva: os direitos inerentes às ações – entre os quais se conta o direito de voto - serão exercidos de acordo com o que constar no registo do emitente e a sociedade pode realizar as prestações a que está vinculada e permitir o exercício de outros direitos a quem estiver legitimado pelo registo.” (Cfr. PORTUGAL. Tribunal da Relação de Coimbra. Acórdão 894/11.4TBPBL.C1 Relator: ANTUNES, Henrique. Data do acórdão 02/19/2013. Disponível em <http://www.dgsi.pt/jtrc.nsf/c3fb530030ea1c61802568d9005cd5bb/66210b194b31185280257b1e0039e507>. Consultado em 12-1-2015)

Acresce que em momento algum as ações de que nos temos vindo a ocupar - as remanescentes por não adquiridas em OPA - foram proibidas de serem transacionadas, ou retiradas do comércio jurídico. Acrescente-se, nem foram excluídas do comércio jurídico, nem existe lei que sequer o possibilitasse.

Aliás, determina, sem ambiguidades, o artigo 210.º, n.º 1 do Cód.VM: “[o]s direitos patrimoniais inerentes aos valores mobiliários vendidos pertencem ao comprador desde a data da operação”. Resta sublinhar que estamos perante um direito de propriedade, enfaticamente protegido pelo artigo 62º da CRP, que ao abrigo do princípio da proporcionalidade não pode nem deve ser objeto de restrições ou limitações para além do estritamente necessário (artigo 226.º n.º 2 da CRP)

Qualquer outro regime de atribuição dos direitos inerentes aos valores mobiliários transacionados diferente do estabelecido no artigo 210.º n.ºs 1 e 2, do Cód.VM teria de ser prévia e claramente publicado nos termos previstos nas regras do mercado regulamentado ou do sistema de negociação multilateral.

O prospeto da OPA da ESS nada diz sobre diferente regime de atribuição dos direitos de alienação potestativa inerentes as “ações remanescentes”, quando por exemplo refere que a sociedade oferente pode exercer o direito de aquisição potestativa.

No que diz respeito ao conteúdo do prospeto em mercado regulamentado “são aplicáveis, com as necessárias adaptações, o artigo 118.º, o n.º 3 do artigo 134.º, os artigos 135.º, 135.º-A, 135.º-B, 135.º-C, as alíneas a), c), e), f) e g) do artigo 136.º, os artigos 136.º-A, 137.º, 139.º, 140.º, 140.º-A, 141.º, 142.º, 143.º, 145.º, 146.º, 147.º e o n.º 3 do artigo 159.º” (Cfr. artigo 238.º, n.º 1 do Cód.VM)

Sendo informações fundamentais “as que sejam consideradas essenciais e adequadamente estruturadas que devem ser prestadas aos investidores a fim de lhes permitir: a) Compreender a natureza e os riscos do emitente, do garante e dos valores mobiliários objeto da oferta; e b) Sem prejuízo da alínea b) do número anterior, decidir se pretendem continuar a ponderar a oferta”

(Cfr. artigo 135.º, n.º 3 do Cód.VM).

Ou seja, se o direito de alienação potestativa, quando preenchidos os requisitos para a sua aplicabilidade, fosse perdido ou destacado, com a transmissibilidade, tal teria de constar no prospeto da OPA, o que não se verificou.

Pode-se assim concluir imediatamente que o direito de alienação potestativa, tal como acontece com outros vários direitos e obrigações jurídico-societários gerais inerentes ao *status socii* (i.e. exercício de direitos de voto, etc.), é inerente às ações e não ao seu titular, significa isto que o *corpus mechanicum* da ação possibilita a transmissão da universalidade de todos os seus direitos inerentes – onde se encontra o direito de alienação potestativa -mediante o registo na conta do adquirente (que constitui o suporte material de legitimação).

O direito de alienação potestativa é ainda uma fonte de obrigação para a sociedade oferente, que não se desobrigará de comprar as ações remanescentes se a isso for requerido, apenas porque se deu à transmissão das ações subjacentes a esse direito, caso contrário estaria a beneficiar-se indevidamente a sociedade oferente perante a absurda extinção de um direito apenas em resultado da mera transmissibilidade do seu suporte (a ação subjacente).

Sem prejuízo da conclusão final, podemos assim concluir imediatamente os titulares das ações remanescentes da ESS adquiridas depois de 14 de Outubro de 2014, data em que terminou a OPA, têm o direito a alienar potestativamente as mesmas socorrendo-se do artigo 196.º do Cód.VM..

Sendo incontroverso os regimes previstos nos artigos 210.º, n.º 1, 80º, n.ºs 1 e 2 e 55.º, n.ºs 1 e 3, todos do Cód.VM, não pesa qualquer hesitação legítima na conclusão alcançada e nem a matéria em questão pode ser considerada minimamente controversa.

b. Alienação potestativa: Proteção dos sócios minoritários, eficiência do mercado e simetria com a aquisição potestativa.

Não obstante o que foi dito, ainda se poderia aventar que poderia aplicar-se restrições aos direitos inerentes das ações e à sua livre transmissibilidade, pois existem restrições expressamente admitidas por lei (i.e. restrições ao limite do exercício dos direitos de voto inerentes à titularidade das ações). Porém, sem razão, pois nem a lei e nem nenhum acordo social da ESS, admite qualquer tipo de restrição ao exercício do direito de alienação potestativa quando cumpridos os requisitos

expressamente previstos no artigo 196.º do Cód.VM e que não depende dos titulares terem comprado as ações antes de terminada a OPA.

Por outro lado, qualquer outra mera hipótese de restrição ao direito de alienação potestativa teria de ser adequada, necessária e proporcional aos fins prosseguidos (proteção dos investidores, eficiência do mercado e contraponto do direito de aquisição potestativa).

b.1. Proteção dos sócios minoritários

O WINTER GROUP REPORT, *apud* BERGSTOM et al., *The Optimality of Mandatory Bid Rule* (1994) *Journal of Law, Economics and Organization*, 433-451, nota 18,23, 62, é perentório a defender o direito de alienação potestativa, enquanto mecanismo de proteção dos acionistas minoritários perante:

- i) o perigo dos acionistas majoritários abusarem da sua posição dominante;
- ii) a presumível falta de liquidez no mercado, que torna muito difícil aos acionistas minoritários abandonarem a sociedade e obterem uma remuneração suficiente pela venda das suas ações;
- iii) a pressão feita sobre os acionistas para venderem perante uma OPA.

Ou seja, ainda que WINTER GROUP considere a alienação potestativa como uma mera extensão da OPA, acima de tudo esse mecanismo visa proteger os acionistas minoritários do eventual abuso do sócio majoritário e da diminuição de free float com a concomitante quebra na liquidez no mercado.

O Relatório Winter é claro quando diz: *"the sell-out right is to be regarded as a fair counterpart for the squeeze-out right conferred on the majority shareholders and a component in the proportionality of the squeeze-out solution. Counterpart for the squeeze-out right"*- pág. 62 e *"[i]n the view of the Group, it appears necessary that Member States adopt provisions which would make sure that : - the sell-out right would not be exercisable in situations where the threshold is reached only on a temporary basis; - an adequate procedure would guarantee a fair treatment of all minority shareholders once one of them decides to*

exercise his sellout right, which procedure should avoid the burdens of multiple applications" – pág. 67

Esta sugestão que se pode encontrar no Relatório Winter não foi acolhida na legislação nacional, uma vez que o exercício do direito de alienação potestativa é exercido individualmente apenas por quem o queira utilizar (o direito Italiano é o que mais se aproxima mais deste entendimento, conseguindo efetivamente evitar os encargos com múltiplas aplicações e protegendo efetivamente os titulares das "ações remanescentes").

Como se lê no "The Takeover Bids Directive Assessment Report" ("TOB"): "[t]he squeeze- and sell-out rules are generally approved. The former is frequently used while the latter seems a rare occurrence. The 90% and 95% thresholds are generally accepted, with a preference for the former, in particular, since a popular strategy with speculative investors" – pág. 19 [negrito meu]; e diz: "[t]he Directive provides for squeeze- and sell-out rules pursuant to which Member States shall ensure that, following a successful bid made **to all the holders of the offeree company's securities, all remaining securities may be purchased by the offeror or sold by the remaining shareholders.** (...) Stakeholders appear generally satisfied with the squeeze-out and sell-out rules, although the latter is very infrequently used (in contrast to the former) (...) "[s]queeze- and sell-out thresholds. A majority of Member States have opted for a threshold of 90% (13 out of 22). Some Member States use alternative criteria. For example, in the Czech Republic, the threshold is 90% of the voting rights or of the share capital. In Romania, the threshold is 95% of the voting rights or 90% of the share capital (application of the acceptance test is required for the share capital). A majority of Member States (12 out of 22) determines the threshold on the basis of the holding of both voting rights and share capital (application of the ownership test). **Italian law provides for a particular protective measure for minority shareholders: it allows a sell-out right when the offeror holds 90% of the share capital, instead of 95%, in the context of low liquidity (unless a float sufficient to ensure regular trading performance is restored within ninety days)** (...)Enforcement. No specific issues appear to arise in connection with the enforcement of the squeeze out or sell-out rights, other than the evaluation of the price and the attempt to extract higher value" Págs. 36 , 43 e 44 [negrito meu]

De sublinhar a passagem do TOB: "**[s]aving «trapped shareholders».** In Member States without a dual system that, in accordance with the Directive, only permit squeeze-outs and

sell-outs after a bid that purports to acquire control of the offeree company (such as Luxembourg), **holdings are to a large extent frozen after the lapse of the three-month period following the bid during which squeeze-outs or sell-outs may be applied.** This is due to the fact that after the expiry of such period, majority shareholders holding securities in excess of the applicable squeeze-out thresholds may nonetheless not squeeze out minority shareholders: such majority shareholders have already acquired control in a previous bid and therefore cannot launch another bid. **Similarly, after the expiry of the three-month period, minority shareholders are not permitted to request a sell-out, as the closing of the bid by which control was acquired occurred more than three months previously.** One way to reduce the “trapping” of minority and majority shareholders could be to extend the time period after the bid during which squeeze-outs and sell-outs may be applied from three months to one year (...) [i]n the Directive, **the sell-out right allows residual shareholders to sell their shares to the offeror under similar conditions as the offeror is allowed to purchase this residual stake.** The economic justification of the sell-out right, similarly to that of the mandatory bid rule, **is to protect minority shareholders by giving them exit rights following a takeover.** It is therefore relevant for the promotion of investment and the development of the capital markets. As for the squeeze-out right, the effect of the sell-out right depends on the principles used to determine the price of the residual shares and the threshold required for the exercise of these rights. In the Directive, both factors closely mirror the factors governing the squeeze-out” (Pág. 223 e 318) [negrito meu].

Sempre nesta perspectiva, percebe-se claramente que qualquer entendimento contrário ao defendido e demonstrado, estaria a violar o princípio de proteção dos acionistas minoritários previsto no Cód.VM e na Diretiva 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004.

b.2. Eficiência do mercado

A literatura é basta a afirmar que eficiência do mercado é baseado no seu equilíbrio e, como tal, todas as suposições subjacentes aos mercados eficientes são incorporadas pelos investidores racionais nas suas decisões.

As principais hipóteses relevantes para um mercado em equilíbrio – são da informação perfeita (as informações relevantes que auxiliam a tomada de decisão dos agentes são disponíveis, tendencialmente

gratuitas, instantâneas e sem assimetria), os investidores são racionais (os intervenientes tomam as suas decisões de forma a otimizar a sua função de utilidade, movida unicamente pela maximização da riqueza medida pelo *trade-off* risco *versus* retorno), o mercado é competitivo (os participantes não têm o oligopólio na retenção de ativos e não têm capacidade de impor preços, ou seja, são *price takers* num mercado com oferta e procura instantânea e a que todos têm perfeito acesso) e os custos de transação são iguais a zero (não existem impostos, taxas ou outras restrições para os investimentos no mercado bolsista).

Pelo que se entende perfeitamente que **a eficiência do mercado** (nestes casos) depende dos investidores racionais que arbitram o preço de mercado com o valor da contrapartida e que dita que também estes tenham direito à alienação potestativa independentemente de comprarem depois da finda a OPA – pois são estes investidores que permitem que um acionista possa abandonar a sociedade imediatamente a um preço justo (próximo do preço da contrapartida diminuído do custo de oportunidade) e eventualmente pagando um pequeno prémio por quem compra estar a providenciar essa liquidez.

Se assim não fosse, a transmissibilidade de quaisquer ações remanescentes com direito de alienação potestativa teria de ser restringida pelo período dos três meses contados depois de finda a OPA, dando apenas espaço a que se negociasse apenas novas ações emitidas depois da OPA (i.e. por força de um aumento de capital).

b.3. Simetria com a aquisição potestativa

O próprio vínculo do direito de alienação potestativa ao direito de aquisição potestativa, enquanto direito simétrico e sinalagmático um do outro, é um elemento essencial para assegurar a justiça e a eficiência do mercado.

Bem se vê, portanto, que qualquer restrição dos direitos de alienação potestativa inerentes às “ações remanescentes” por força da sua transmissão depois da data de fim da OPA, teriam de afetar de igual modo o direito de aquisição potestativa. Pelo que nesta perspetiva está desde de logo excluída a hipótese de uma restrição desta natureza, que, confrontada com o princípio do direito de aquisição potestativa (domínio total no sentido de prevenir os inconvenientes da atuação dos acionistas minoritários) seria imediatamente impossível. Até por em caso contrário, enfermaria de forma irremediável a constitucionalidade do direito de aquisição potestativa previsto no artigo 194.º do Cód.VM – através do qual a Sociedade Dominante pode tomar a posse das ações remanescentes de todos os titulares, incluído aqueles que as adquiriram depois de finda a OPA - devido à perda do seu

contraponto (alienação potestativa) no princípio da igualdade previsto no artigo 13.º da Constituição da República Portuguesa (“CRP”), entre outros.

c. Enquadramento histórico, quadro regulamentar e direito comparado.

Como bem refere CONCEIÇÃO AGUIAR, o artigo “490.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC) de 1986 relativo às aquisições tendentes ao domínio total, pois traduz um seu paralelo ou “importação” (...) hoje, este normativo aplica-se apenas às sociedades que não sejam sociedades abertas (art.º 490º, nº7), porque 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. Aliás, a norma constante do número 7 do citado artigo foi aditada precisamente pelo artigo 13.º do Decreto-lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, que aprovou o Código dos Valores Mobiliários. Resulta do seu Preâmbulo que: (...)

13. Em relação à aquisição do domínio total nas sociedades abertas adaptou-se o disposto no artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais. Acentuou-se todavia a proteção das expectativas geradas pela abertura da sociedade ao investimento do público, presente também nos requisitos para a perda da qualidade de sociedade aberta (art. 27.º).

O direito de aquisição potestativa (art. 194.º), a que corresponde um direito simétrico de alienação potestativa dos acionistas minoritários (art. 196.º), tem como ónus o lançamento prévio de oferta pública de aquisição. A mesma ideia justifica a extensão a este instituto do princípio de igualdade de tratamento e a intervenção da autoridade de supervisão do mercado, quer quanto ao conteúdo da informação divulgada, quer quanto ao montante da contrapartida, que passa a reger-se pelas regras aplicáveis às ofertas públicas de aquisição obrigatórias.

Neste contexto, em Março de 2000, a CMVM publicou um Parecer Genérico, com o seguinte conteúdo:

Atendendo a que:

- a) Foi entendimento da CMVM, na vigência do Código do Mercado de Valores Mobiliários, que uma sociedade de subscrição pública relativamente à qual

tivesse sido desencadeado um processo de aquisição tendente ao domínio total regulado no artigo 490º do Código das Sociedades Comerciais perdia, por força da concentração de capital num único acionista, a qualidade de sociedade de subscrição pública; (...)

d) O novo Código dos Valores Mobiliários procedeu a uma clara aproximação do regime da aquisição tendente ao domínio total ao da perda de qualidade de sociedade aberta, nomeadamente, no que respeita à maior transparência do processo e à salvaguarda dos interesses dos acionistas minoritários. (Negrito e sublinhado meu).

Até à revisão introduzida pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro era o art.º 490.º do CSC que se aplicava também a sociedades abertas, sendo esta a forma que os acionistas dispunham para abandonar a sociedade perante um domínio superior a 90% do capital social.

Portanto, do ponto de vista teórico-dogmático, a única fronteira possível de traçar entre o direito de alienação potestativa *jus-societário* previsto no art.º 490.º, n.º 5 do CSC e do seu congénere *jus-mobiliário*, o aludido art.º 196.º do Cód.VM, é o facto de o primeiro normativo aplicar-se apenas às sociedades que não sejam sociedades abertas (art.º 490º, n.º 7 do CSC) e o segundo aplicar-se a sociedades abertas e tendo como ónus o lançamento prévio de uma OPA (isto porque é impossível atingir os 90% dos direitos de voto da sociedade visada sem passar por uma OPA ou dela desobrigar-se).

Se na perspectiva da exegese jurídica nunca existiram dúvidas que o direito de alienação potestativa é "*quid pro quo para o acionista minoritário do direito de aquisição potestativa para o acionista maioritário*", sendo portanto titulares de ações remanescentes todos aqueles que detenham tais ações e sem distinção entre os destinatários da aquisição potestativa e os detentores do direito de alienação potestativa independentemente de comprarem antes ou depois da OPA, numa perspectiva mais ampla, tanto quanto às generalidades como às especificidades da alienação potestativa, tal também se queda evidente.

Ou seja, numa perspectiva hermenêutica, aqui quanto ao fator histórico, também é manifesto que são titulares do direito de alienação potestativa tanto os que já eram titulares das ações antes da OPA, como os que vieram adquirir essas ações depois, bastando para isso focar nos artigos 194.º e 196.º do Cód.VM que surgiram como sucedâneos do mecanismos previstos no art.º 490.º do CSC.

Esse ângulo histórico e a jurisprudência portuguesa demonstra que não existe qualquer tipo de restrição ao exercício do direito de alienação potestativa, pois o art.º 490.º do CSC não distingue de nenhuma forma os acionistas que tenham comprado as ações de uma determinada sociedade antes ou depois da sociedade dominante ter atingido pelo menos os 90% do capital da sociedade dominada e nem o podia fazer por força do seu n.º 1 (art.º 490.º do CSC) que permite que a comunicação de tal facto possa ocorrer até os 30 dias seguintes àquele em que for atingida a referida participação. Entendimento esse sufragado no acórdão do Tribunal da Relação de Évora no processo 2806/06-03, de 03/15/2017, quando diz que “[o] sócio minoritário de uma sociedade (com uma participação de 10% no capital social) tem o direito de exigir à sociedade maioritária dominante (com 90 % do capital social) oferta de aquisição das suas quotas ou ações, mesmo quando tal distribuição do capital social se achava já feita desde o início da constituição da sociedade detida”.

Ainda num perspectiva hermenêutica e também numa perspectiva zetética, sem prejuízo do n.º 3 do art.º 9.º do Código Civil (CC), a Diretiva das OPA, enquanto fonte atual do direito de alienação potestativa é também clara que a alienação potestativa é um direito inerente às ações remanescentes e não aos titulares, quando defende que “[o]s Estados-Membros deverão tomar medidas necessárias para proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma mudança de controlo das sociedades” (cfr. considerando 9 da Diretiva das OPA), o que é desde logo uma boa indicação do caminho pelo qual segue as respostas a dar ao pensamento da norma jurídica e, no lado oposto, das perguntas que há a responder.

O artigo 15.º e 16.º da Diretiva das OPA dedica-se exclusivamente à aquisição potestativa e a alienação potestativa na sequência de uma OPA e, como demonstrado *supra*, não limita de forma alguma esse direito a quem tenha comprado antes da OPA, pelo contrário, refere-se sempre a todos (sem excluir nenhuns) acionistas minoritários.

Ou seja, a fonte da revisão da própria norma em “crise”, seja no seu conteúdo, como nos seus considerados, dá indicações claríssimas de que o direito de alienação potestativa é de todos “os restantes dos valores mobiliários” ; não discriminando (pelo contrário – “igualdade de tratamento de todos os titulares de valores mobiliários da sociedade visada; nos casos em que uma pessoa adquira o controlo da sociedade”) que comprou antes ou depois da OPA.

No direito alemão, apenas o direito de aquisição potestativa existia antes de Julho de 2006, momento em que foi transposta a Diretiva das OPA através do *Übernehmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz*, que acrescentou o art.º 39 ao *WpÜG*.

O art.º 39c da aludida lei germânica, que regula a alienação potestativa, diz:

“Nach einem Übernahme- oder Pflichtangebot können die Aktionäre einer Zielgesellschaft, die das Angebot nicht angenommen haben, das Angebot innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist annehmen, sofern der Bieter berechtigt ist, einen Antrag nach § 39a zu stellen. Erfüllt der Bieter seine Verpflichtungen nach § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 oder Satz 2 nicht, beginnt die in Satz 1 genannte Dreimonatsfrist erst mit der Erfüllung der Verpflichtungen zu laufen”

De que destaco: “[n]a sequência da oferta pública de aquisição ou oferta obrigatória, os acionistas da sociedade visada que não tenham aceite a oferta podem aceitar a oferta no prazo de três meses após o termo do período de aceitação, fornecendo ao vendedor a legitimidade para apresentar o pedido nos termos do 39a”.

A aparente restrição do direito de alienação potestativa aos “acionistas da sociedade visada que não tenham aceitado a oferta”, diz respeito ao direito inerente à titularidade das ações objeto de oferta (e não ao titular das ações), com o claro intuito de acautelar a possibilidade de emissão de ações (i.e. por via de um aumento de capital), sendo que essas novas ações, fora do objeto (“target”) da OPA, não podem logicamente gozar do direito de alienação potestativa. Por exclusão de partes, tal posição é ainda mais clara quando verificamos que o art.º 39c prevê que o direito de alienação potestativa possa ser invocado quando a sociedade oferente tem o direito de aquisição potestativa ao abrigo do disposto no art.º 39a, vincando aqui, perfeitamente, que um é o direito simétrico (enquanto espelho) do outro. Significa isto que se o alvo dos direitos de alienação potestativa e de aquisição potestativa fossem apenas os acionistas que compraram antes da OPA, então bastaria a qualquer um desses acionistas vender as suas ações a um novo acionista para que a sociedade oferente ficasse impedida de comprar todas as ações ainda por si não detidas – o que, como já *supra* defendido, é impossível.

Todas as referencias que se encontram relativamente aos “*acionistas que não tenham aceitado a oferta*” (i.e. direito britânico, *provision 983(2)* do *Companies Act 2006*), deve ser encarado como uma restrição do direito de alienação potestativa a novas ações que depois do fim da OPA sejam emitidas e que sempre teria de resultar em duas classes de ações em negociação, que passado os 3 meses depois de finda a OPA, deveriam ser fundidas numa só classe.

Se cursármos todo o direito Europeu e em particular o direito Espanhol, Italiano, Francês e Grego vemos que a data da compra das ações remanescentes é irrelevante para o exercício da alienação potestativa:

Os exercícios dos direitos aquisição e alienação potestativa no direito Espanhol estão previstos na *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores* (“LMV”) e no *Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio*, sobre o regime geral das ofertas públicas de aquisições mobiliários (“RD 1066/2007”), sendo ambos os regimes tratados no “artículo 60 quáter” da LMV, com a epígrafe “*compraventas forzosas*”, ou seja, fixando a alienação potestativa à aquisição potestativa na própria palavra.

A concatenação é ainda mais evidente, quando trata a alienação e aquisição potestativa sob o mesmo artigo 60 quáter e mesmo n.º 1, nos termos seguintes:

“Cuando, a resultas de una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores, en los términos de los artículos 60 y 61 de esta Ley, el oferente posea valores que representen al menos el 90 por ciento del capital que confiere derechos de voto y la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90 % de los derechos de voto, distintos de los que ya obraran en poder del oferente.”

Como bem se vê o direito espanhol não distingue o direito de alienação e a aquisição potestativa quanto ao tratamento a dar aos titulares das ações remanescentes, sendo que a única distinção, meramente funcional, é feita no mesmo artigo 60 quáter, n.º 1 da LMV, nas suas alíneas a) e b), quando diz: “[e]l oferente podrá exigir **a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio equitativo.**” [negrito meu] e “[l]os titulares de valores de la sociedad afectada podrán exigir del oferente la compra de sus valores a un precio equitativo”, respectivamente.

Esta é aliás a correta, inequívoca e generalizada interpretação e que resulta da lei espanhola e que traduz a correta interpretação e transposição da Diretiva das OPA, incluindo pelo próprio regulador Espanhol e pelas sociedades oferentes que lançaram Ofertas Públicas de Aquisição sobre sociedades abertas espanholas, como se retira facilmente das páginas 8 a 10 do anúncio da OPA transfronteiriça de aquisição das ações da sociedade aberta, de direito espanhol e cotada na bolsa de Madrid, a FERSA ENERGÍAS RENOVABLES, S.A. ("FERSA", ali na qualidade de sociedade visada) por parte de uma sociedade de direito dinamarquês, a GREENTECH ENERGY SYSTEMS A/S ("GREENTECH", ali na qualidade de sociedade), lançada em 9 de Julho de 2012, onde se percebe claramente o reconhecimento geral que mesmo os titulares de ações remanescentes que tenha comprado depois de finda a OPA tem direito a exercer o direito de alienação potestativa, desde que o façam e tenham comprado essas ações antes dos três meses subsequentes ao fim da OPA.

A página 9 diz: *"[e]n plazo máximo del dispondrán los accionistas de FERSA para solicitar a compra forzosa, sin perjuicio de la intención de GREENTECH de ejercitar su derecho de exigir la venta forzosa, será de 3 meses a contar desde la fecha de finalización del plazo de aceptación de la Oferta"* e a página 10 remata definitivamente a tal reconhecimento, ao estabelecer a obrigação da *"(...) GREENTECH aceptará las solicitudes de compra forzosa con fecha posterior al día en que se cumplan 3 meses desde la fecha de finalización del plazo de aceptación de la Oferta o relativas a acciones que tengan referencias de registro posteriores a dicho día. Por tanto, aquellas acciones sobre las que se solicite la compra forzosa, deberán haber sido adquiridas no más tarde del día en que se cumplan 3 meses desde la fecha de finalización del plazo de aceptación de la Oferta, y su solicitud deberá realizarse dentro de dichos 3 meses"*. [Negrito e sublinhado meu]

No mesmíssimo sentido vai a OPA que a A.Y.U.S.P.E. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A ("AY", ali na qualidade de oferente) lançou sobre a TAVEX, S.A. ("TAVEX", ali na qualidade de sociedade visada e doravante apenas TAVEX), lançada em 18 de Dezembro de 2014, já depois de finda a OPA da Espírito Santo Saúde (ESS), quando na página 7 do seu anúncio é dito: *"[e]n ningún caso la Entidade Oferente aceptará solicitudes de compra forzosa con fecha posterior al día en que se cumplan tres meses desde la fecha de finalización del plazo de aceptación de la Oferta o relativas a acciones que tengan referencias de registro posteriores a dicho día. Es decir, aquellas acciones sobre las que se solicite la compra forzosa deberán haber sido adquiridas no más tarde del día en que se cumplan tres meses desde la fecha de*

finalización del plazo de aceptación de la Oferta, y su solicitud deberá realizarse dentro de dichos tres meses [Negrito meu].

O mesmo se verifica na OPA que IMPERIAL TOBACCO OVERSEAS HOLDINGS LIMITED lançou sobre a ALTADIS S.A. (cotada na bolsa de valores mobiliários de França – Paris - e Espanha – Madrid Barcelona e Bilbao y Valencia), em Outubro de 2007, quando diz: “[s]i en la fecha de liquidación de la Oferta ITOH pasase a ser titular de al menos 227.193.171 acciones de Altadis, representativas del 90% del capital social com derecho a voto, habiendo sido aceptada la Oferta por titulares de valores de Altadis representativos de, al menos, el 90% de los derechos de voto a los que la Oferta se dirige, entonces cualquiera de los restantes titulares de acciones de Altadis podrán exigir a ITOH que compre la totalidad de sus acciones de Altadis (sell-out), de conformidad com lo previsto en el artículo 60. quáter de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 47 del Real Decreto. El plazo máximo para exigir la compra forzosa o sell-out será de tres meses a contar desde la fecha de finalización del plazo de aceptación de la Oferta”.

Nada adianta invocar, pois, que este comportamento das sociedades oferentes nas OPA transfronteiriças na bolsa de valores mobiliários espanhola resulta de uma mera liberalidade destas, pois tal liberdade consagrada na lei cede perante a proibição das sociedades oferentes violarem os mais elevados princípios de governança empresarial e o seu objeto mediato – o fim lucrativo – e em prejuízo dos seus próprios acionistas e credores, o princípio *pacta sunt servanda*, da boa-fé e da lealdade (fiduciário).

Este é sim o correto, inequívoco e generalizado entendimento que resulta da lei espanhola e que traduz a correta interpretação e transposição da Diretiva das OPA.

Aliás, se o entendimento geral afirmado nestes sistemas jurídicos não fosse o correto perante o disposto na Diretiva das OPA, seguramente a Comissão Europeia já teria atuado, instaurando processos de incumprimento da transposição a tais Estados-membros, o que não se verificou.

No direito italiano, o direito de alienação potestativa é tratado no art.º 108 do *Testo Unico delle Disposizioni in Materia di Intermediazione Finanziaria*, melhor conhecido por *Testo Único Della Finanza* (TUF).

O direito italiano é brilhante ao fundir no art.º 108.º da TUF a aquisição e a alienação potestativa num só conceito e eleva o espírito da alienação potestativa a um patamar de eficiência e aplicação prática sem conflitos e que realmente atinge o espírito da norma: a real e concreta proteção dos investidores.

O art.º 108, nº 1 da TUF simplesmente obriga a sociedade oferente que, na sequência de uma oferta pública de aquisição geral, venha a deter uma participação de pelo menos 95% do capital representado por valores mobiliários de uma sociedade de direito italiano cotado, adquirir as ações remanescentes a qualquer acionista, afirmando "*[l]'offerente che venga a detenere, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste solo per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento*", e no n.º 2 do aludido artigo 108.º da TUF estabelece "*[s]alvo quanto previsto al comma 1, chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste soltanto in relazione alle categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novanta per cento*", conferindo realmente uma proteção adequada e dentro do espírito da norma, obrigando a sociedade oferente que venha a deter uma participação de mais de 90% do capital social representativo dos valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, a adquirir as restantes ações admitidas à negociação nesse mercado se este não recupera em 90 dias o *free-float* suficiente para garantir a sua negociação regular. A CONSOB estabeleceu 4 escalões que correspondem a 4 níveis de participação superior ao limite de 90%, considerando as diferentes estruturas do mercado de valores mobiliários, de acordo com a classe de capitalização bolsista, e que correspondem à **percentagem de *free-float* adequada ao correto funcionamento do mercado.**

A OPA lançada sobre a DUCATI MOTOR HOLDINGS S.P.A. ("DUCATI") pela PERFORMANCE MOTORCYCLES S.P.A. ("PERFORMANCE"), onde apesar de a PERFORMANCE não ter atingido os 90% do capital social da DUCATI na sequência da OPA, veio adquirir uma posição

superior a 95% posteriormente, tendo a PERFORMANCE sido obrigada a adquirir as restantes ações remanescentes ao abrigo do art.º 108.º, n.º 2 da TUF.

Igualmente, na OPA da LVMH MOËT HENNESSY (“LVMH”) sobre a BULGARI S.P.A. (“BULGARI”), onde a LVMH atingiu 98.09% do capital social da BULGARI representado por ações cotadas na bolsa de valores italiana, esta foi obrigada a adquirir as restantes ações dispersas na bolsa de valores italianas que ainda não detinha em consequência da aplicação do art.º 108, n.º 1 da TUF.

No mesmo sentido a OPA lançada pela VODAFONE GLOBAL ENTERPRISE LIMITED sobre a COBRA AUTOMOTIVE TECHNOLOGIES S.P.A.

Bem se vê, portanto, também na norma italiana, a importância da alienação potestativa na proteção dos titulares de “ações remanescentes”, independente de ter obtido essa titularidade antes ou depois de terminada a OPA.

No direito Belga é o art.º 1.º do Decreto Real das OPA, de 27 de Abril de 2007, que estabelece que o mesmo visa, em especial, a transposição parcial da Diretiva das OPA.

O art.º 44, parágrafo 1.º, do aludido Decreto Real das OPA Belga, estabelece que: “[i]f, pursuant to Article 513, § 1, first paragraph, of the Companies Code, the offer or holds, following a takeover bid or reopening thereof, 95% of the capital carrying voting rights and 95% of the voting securities, **any holder of securities** has the right to have his/her voting securities or securities conferring access to voting rights purchased by the offer or at the price of the bid, provided that the offer or has acquired, through the acceptance of the bid, securities representing not less than 90% of the capital carrying voting rights comprised in the bid” [negrito meu], estabelecendo o parágrafo 2.º, do mesmo artigo que: “[I]n case of application of §1, the holders of the securities concerned inform of their request, the offeror or the person designated by him, **within a period of three months as of the end of the acceptance period of the bid**, by registered letter with acknowledgement of receipt. The CBFA is informed by the offeror of the requests, as well as of the purchases made and the price used” [negrito meu].

O prospeto da OPA da ACKERMANS & VAN HAAREN (“ACK”) lançada sobre a COMPAGNIE D'ENTERPRISES CFE de Janeiro de 2014, demonstra o entendimento de que são titulares do direito

de alienação potestativa todos os titulares das “ações remanescentes” independentemente da data de aquisição.

A ACK, apesar de desde logo manifestar não pretender fazer uso do direito de aquisição potestativa, reconhece que: “[u]nder the Royal Decree on public takeover bids, if, following the Bid, the Bidder and the persons acting in concert with the Bidder hold at least 95% of the voting capital and 95% of the voting securities in the Target Company, **any Shareholder may demand that the Bidder buys its Shares under the terms and conditions of the present Bid, such in accordance with Article 44 of the Royal Decree on public takeover bids in conjunction with Article 57(2) of the same Decree. Any such request must be addressed to the registered office of the Bidder by registered letter with acknowledgement of receipt within three months following the end of the last Acceptance Period**” [negrito meu].

Por sua vez, o direito francês, diz no seu artigo 236-1, do règlement général – Livre II – Émetteurs et information financière: “[l]orsque le ou les actionnaires majoritaires détiennent de concert, au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, au moins 95 % des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de (Arrêté du 31 janvier 2011) « l'Union » européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris la France, **ou ont cessé de l'être, le détenteur de titres conférant des droits de vote n'appartenant pas au groupe majoritaire peut demander à l'AMF de requérir du ou des actionnaires majoritaires le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait.**

Après avoir procédé aux vérifications nécessaires, l'AMF se prononce sur la demande qui lui est présentée au vu notamment des conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur.

Si elle déclare la demande recevable, l'AMF la notifie à l'actionnaire ou aux actionnaires majoritaires alors tenus de déposer, dans un délai fixé par l'AMF, un projet d'offre publique de retrait libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme” [negrito meu]

No direito grego, a alienação potestativa esta prevista na lei 3461 que implementou a Diretiva das OPA, e da qual resulta claro que o direito é inerente às ações e não ao seu titular.

CONCLUSÕES

1. O fundamental consiste em saber se o direito à alienação potestativa é ou não inerente às ações. A inerência significa, em qualquer dos casos, que a titularidade do direito inerente acompanha, em princípio, a titularidade da ação subjacente, constituindo-se assim uma unidade com uma universalidade de direitos.

2. A lei não definindo expressamente os requisitos que devem estar preenchidos para o destaque dos direitos inerentes, ENGRÁCIA, José A⁵, identifica três condições básicas para proceder ao destaque: i) a natureza da posição jurídica inerente a um determinado valor mobiliário; ii) posição jurídica relevante deverá ser suscetível de destaque do valor mobiliário subjacente, *i.e.* ser suficientemente individualizada de forma a poder ser exercida e transmitida autonomamente sem afetar a subsistência e identidade do valor mobiliário subjacente; iii) a posição jurídica inerente e destacável dever ser homogénea e suscetível de negociação (*i.e.* fungível). Ora, no caso das ações da ESS, a posição jurídica relativa ao direito de alienação potestativa, não foi e nem é suscetível de destaque, nem a CMVM e nem a sociedade oferente até agora, reconheceram essa possibilidade; aliás, tal direito não é sequer suficientemente individualizado de forma a poder ser exercido e transmitido autonomamente. Acrescente-se que a posição jurídica inerente ao exercício do direito de alienação potestativa nem sequer é suscetível de negociação autónoma e logo não é destacável da ação. Isto permite desde logo concluir que o direito de alienação potestativa é inerente às ações, por falta de reunir as condições suscetíveis para não o ser.

3. É inequívoco que o exercício do direito de alienação potestativa é inerente aos valores mobiliários (ações da ESS), titulados ao portador, e que nos termos do artigo 104.º, n.º1 do Cód.VM, goza da presunção *juris et de jure* decorrente da existência do registo da titularidade das ações ESS a favor dos titulares das mesmas, independentemente da data da respetiva aquisição (Cfr. artigo 78.º, n.º 2 do Cód.VM).

4. O Normativo em apreço constitui uma norma incontroversa, pois resulta claro "*que o legislador consagrou as soluções mais acertadas e soube exprimir o seu pensamento em*

⁵ ENGRÁCIA, José Antunes, 2009, *Os instrumentos financeiros*, Almedina.

termos adequados" (cfr. artigo 9.º, n.º 3 do CC), prova disso é o facto de no prospeto da OPA nenhuma informação constar sobre tal direito, pelo que qualquer interpretação diversa ao exposto perfeitamente na norma acarretaria uma deturpação sobre o risco económico-jurídico propiciado pelo investimento em ações da ESS

5. Mesmo que obrigação vinculativa da sociedade oferente ter de adquirir as "ações remanescentes" a todos os seus titulares independente da data de aquisição por força do artigo 196.º do Cód.VM não resultasse claramente e diretamente da literalidade da norma, sena seguramente de aceitar o mesmo resultado por força de uma interpretação arrematante decorrente do direito comparado que tem como fonte de direito a comum Diretiva das OPA e da própria Diretiva das OPA.

6. Nestes termos, o direito de alienação potestativa é inerente às "ações remanescentes" pelo período de três meses depois de finda a OPA, não se perdendo assim tal direito com a livre, legítima e legal transação das ações durante o período de 3 meses depois de finda a OPA. Significa isto que os "titulares das ações remanescentes" que tenham comprado as mesmas depois da OPA podem exercer o direito de alienação potestativa inerentemente intrínseco às mesmas até ao limite do prazo de 3 meses depois de finda a OPA nos termos do artigo 196.º do Cód.VM, no mesmo modo que todos os outros "titulares das ações remanescentes" que tenham comprado as mesmas antes do fim da OPA.

7. A interpretação das normas *sub judice*, como se viu, é livre de lacunas jurídicas e o papel dos princípios que representa e aos outros a que se liga (i.e. via aquisição potestativa) são um vetor interpretativo que afasta qualquer controversa. Ou seja, a norma prevista no artigo 196.º do Cód.VM é, quanto ao que aqui se aprecia, incontroversa e de aplicação direta.

Este é, como tal, e salvo melhor, o parecer de

(Luis Nandin de Carvalho)



Lisboa, 14 de Janeiro de 2015