A hostilidade coerciva do artigo 490.o do CSC: caso para um prémio especial?

Autor(es): Cadilhe, Miguel

Publicado por: Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

URL persistente: [URI:http://hdl.handle.net/10316.2/39823](http://hdl.handle.net/10316.2/39823)

DOI: [DOI:https://doi.org/10.14195/0870-4260_57-1_22](https://doi.org/10.14195/0870-4260_57-1_22)

Accessed : 26-Apr-2023 09:37:39

A navegação consulta e descarregamento dos títulos inseridos nas Bibliotecas Digitais UC Digitalis, UC Pombalina e UC Impactum, pressupõem a aceitação plena e sem reservas dos Termos e Condições de Uso destas Bibliotecas Digitais, disponíveis em <https://digitalis.uc.pt/pt-pt/termos>.

Conforme exposto nos referidos Termos e Condições de Uso, o descarregamento de títulos de acesso restrito requer uma licença válida de autorização devendo o utilizador aceder ao(s) documento(s) a partir de um endereço de IP da instituição detentora da supramencionada licença.

Ao utilizador é apenas permitido o descarregamento para uso pessoal, pelo que o emprego do(s) título(s) descarregado(s) para outro fim, designadamente comercial, carece de autorização do respetivo autor ou editor da obra.

Na medida em que todas as obras da UC Digitalis se encontram protegidas pelo Código do Direito de Autor e Direitos Conexos e demais legislação aplicável, toda a cópia, parcial ou total, deste documento, nos casos em que é legalmente admitida, deverá conter ou fazer-se acompanhar por este aviso.

UNIVERSIDADE DE COIMBRA
FACULDADE DE DIREITO

BOLETIM DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS

HOMENAGEM AO PROF. DOUTOR ANTÓNIO JOSÉ AVELÃS NUNES

VOLUME LVII Tomo I

2 0 1 4

Organizadores:

LUÍS PEDRO CUNHA
JOSÉ MANUEL QUELHAS
TERESA ALMEIDA

COIMBRA

A HOSTILIDADE COERCIVA DO ARTIGO 490.º DO CSC

— CASO PARA UM PRÉMIO ESPECIAL?

1) Introdução

A ideia consiste em propor um prémio especial a favor dos sócios minoritários quando, sem com eles negociar e acordar o valor da contrapartida, a sociedade dominante de uma sociedade anónima “não aberta”, ou de uma sociedade por quotas, exerce a faculdade de compra impositiva que o n.º 2 do artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais lhe confere (anexo I). A causa do tema pode ser introduzida por um pequeno texto de 2007 que publiquei num semanário:

Acho que há desacerto no regime do artigo 490.º do CSC. Quando uma sociedade passa a dominar outra, com 90% ou mais do capital, goza do direito de fazer uma oferta de aquisição (OA) sobre os restantes sócios da sociedade dominada, ditos “livres” na lei. Duas hipóteses há, em 6 meses: ou há oferta de aquisição e então, mesmo que um sócio “livre” não queira vender, a sociedade dominante torna-se titular das acções, coactivamente, restando a possibilidade de, em tribunal, discutir o preço; ou não há oferta e então um qualquer sócio “livre” pode, depois, exigir uma OA.

Vejamos um caso verídico. A sociedade dominante faz a OA em Agosto. O anúncio no site do Ministério de Justiça diz pouco, que

disse muito, nenhum sócio “livre” o vê. Bancos depositários avisam sócios “livres” na véspera do fim, ou nem os avisam. O ROC surpreende na avaliação independente das acções. Há quem aprofunde o caso e venha a saber, pelas contas anuais da sociedade dominante, que as acções de domínio estão contabilizadas por 150% mais do que o valor unitário atribuído às acções “livres”. A dominante usou seu direito. Mas usou mal, abusou. O ROC cumpriu sua missão. Mas parece que cumpriu mal, foi contra sócios “livres”. Estes, afinal, não são livres, são súbditos. A CMVM é sábia e tem vocação, mas não manda nisto porque a sociedade dominada não é cotada.

De novo se me deparou este patente desequilíbrio do artigo 490.º quando conheci a avaliação de um grupo empresarial cuja sociedade dominante havia seguido o mencionado regime e aplicado determinado valor às acções da sociedade visada, valor que desagradara a um sócio minoritário compelido a vender. Formulei, a propósito, o conceito de *prémio de hostilidade coactiva (PHC)*, um acréscimo à avaliação da sociedade dominada e, portanto, de todo o grupo por ela detido directa e indirectamente.

O âmbito do artigo 490.º não é o de empresas em fim de vida ou em vias de encerramento, nas quais o *domínio total* não é objectivo que desperte interesse. O âmbito é o das empresas *em continuidade* de laboração, cujo *valor normal* para fins do artigo 490.º deve ser estimado por competentes métodos de avaliação. Os economistas sabem que o principal método de avaliação é o chamado *discounted cash-flow* (fluxos previsionais de *cash-flow* descontados para o momento da avaliação), coadjuvado por métodos comparativos. A estimativa do *valor normal* deve servir de referência em qualquer negociação bilateral de compra e venda de partes sociais, em que as vontades de comprar e de vender se cruzem e encontrem livremente. No caso que ponho em análise, porém, a OA do sócio dominante é hostil e coerciva. A justa salvaguarda dos sócios minoritários submetidos a uma tal unilate-

ralidade, hostilidade e coercibilidade justifica, a meu ver, que o *valor normal* seja melhorado por meio de um prémio por aquisição não negociada — *prémio de hostilidade coactiva* — e dê, assim, lugar ao que poderíamos chamar *valor supranormal*.

Procuró expor razões nos pontos seguintes. Esquemáticamente, a leitura do diagrama sequencial (anexo II) permite ventilar as opções que se abrem ao sócio dominante e, em alguns dos caminhos, ao sócio “livre”.

2) As razões de *PHC* vistas do lado do sócio dominante

Pressuponho que o *domínio total* é uma meta importante para a sociedade dominante, por isso é que esta usa o artigo 490.º Se lhe importa e se faz uma oferta hostil, a oferente deve pagar um prémio, o alegado *PHC*. Tem a sociedade dominante alternativas? Sim, claro que tem. Ela pode evitar a *OA* hostil por uma de várias vias, representadas por *i)* ou *ii b)* ou *ii c)* no diagrama sequencial do anexo II:

- i)* Desde logo, optando por ficar abaixo dos 90% de participação de capital da sociedade visada e conviver com os minoritários; podendo, eventualmente, vir a evoluir para negociação amigável e respectivo *valor normal* de transacção;
- ii)* Ou optando por vencer a barreira dos 90%, mas abstendo-se de exercer o direito de lançar a *OA* do n.º 2 do artigo 490.º (a lei diz “pode fazer uma oferta”, não diz “tem de fazer”) e preferindo esperar para ver o que os sócios “livres” escolham fazer nos termos do n.º 5 do mesmo artigo (a lei diz que, na ausência de *OA* da iniciativa da sociedade dominante, “cada sócio ou accionista livre pode, em qualquer altura, exigir que a sociedade dominante lhe faça oferta de aquisição”; a lei diz “pode”, não diz “deve exigir”). Se os “livres” optarem por nada

fazer, restará ainda a via da negociação bilateral, ou restará deixar as coisas como estão; se eles optarem por exercer o seu direito de vender, poder-se-á encarar a hipótese conceptual, que não desenvolvo, de a sociedade dominante, compelida a comprar, propor um eventual *prémio negativo* e um *valor subnormal* de transacção relativamente à avaliação.

Conforme se vê no diagrama sequencial, se a sociedade dominante não quiser ir por *i*), nem por *ii b*), nem por *ii c*), mas sim por *ii a*), ela dará passos hostis, de sua plena vontade, imparáveis do lado dos sócios “livres”, tendentes ao domínio total da sociedade visada. Eis razão para pagar *PHC*.

3) As razões de *PHC* vistas do lado do sócio “livre”

O n.º 2 do artigo 490.º faculta o *direito* à sociedade dominante de esta comprar e impõe o *dever* aos minoritários de estes venderem, mas não a qualquer preço, não por qualquer contrapartida.

A razoabilidade e a justeza da contrapartida são condições de que a lei em causa pouco fala mas de que os minoritários não têm de prescindir. Mesmo que a lei não falasse, são princípios fundamentais que decorrem da moral e das raízes da propriedade privada, nomeadamente do justo valor relativo aos bens que integram essa mesma propriedade. Também por isso, a lei manda que a sociedade dominante e oferente baseie a contrapartida da *OA* em relatório de um *ROC* “*independente das sociedades interessadas*”.

Os minoritários sabem que, em negociação normal, o seu activo (acções ou quotas da sociedade visada) deveria ser substituído por um outro activo de diferente natureza mas de igual valor: dinheiro, ou acções e obrigações da sociedade dominante, por exemplo. E, além disso, sabem que a venda coactiva não é, no seio da iniciativa privada, uma figura

praticável, salvo quando, por exemplo, a venda derive de contrato com opções de compra (*call option*), o que não é manifestamente o caso. Por isso, eles justamente sentem que, no caminho *ii a)* do diagrama, correspondente ao n.º 2 do artigo 490.º, devem obter uma contrapartida que inclua compensação adicional, acima do *valor normal*. Eis razão para receber *PHC* *.

4) *PHC* versus prémios de convencimento

O n.º 7 do artigo 490.º do *CSC* explicita que as sociedades de acções cotadas são remetidas para o *CVM*. Os artigos 194.º a 197.º do *CVM* regem a “aquisição tendente

* Sobre matérias como *a)* insuficiência da contrapartida, *b)* alegada lacuna legal que desfavorece os minoritários e respectivas soluções de integração, *c)* *ratio legis* no tocante ao desenvolvimento de grupos de sociedades, *d)* constitucionalidade deste “*poder de expropriação privada*”, etc, veja-se, por todos, José Engrácia Antunes, *Os Grupos de Sociedades*, 2002, parágrafos 1 e 2 do capítulo V da parte II. Veja-se também, do mesmo Autor, *A Aquisição Tendente ao Domínio Total — Da sua Constitucionalidade*, 2001. O artigo 490.º define um *regime de excepção* ao alcance da sociedade dominante, regime esse que justifica, por sua vez, a tomada de medidas igualmente excepcionais para proteger os sócios minoritários. Cabe nestas medidas de protecção o direito de deduzir oposição judicial com vista a corrigir “*a insuficiência ou iniquidade das contrapartidas oferecidas*” (...) e “*a obter um máximo de protecção para o sócio minoritário sem violar as coordenadas fundamentais do regime da formação dos grupos societários*” (p. 886). Tais coordenadas decorrem da “*inserção sistemática do preceito*” e constituem “*finalidade fundamental subjacente*” que é a de propiciar que “*uma eventual estratégia de agrupamento não se verá dificultada, ou mesmo frustrada, por sócios minoritários dissidentes detentores de pequenas fracções de capital*” (p. 887). Como se vê, o citado Autor valoriza a protecção dos sócios “livres”, designa-a mesmo de “*máximo de protecção*”, mas não deixa de, com um certo sentido de equilíbrio, contrapor as razões, méritos e motivações que possam assistir a quem, sem atropelos, vise criar ou expandir grupos económicos — aspecto a que regressarei ao terminar o artigo.

ao domínio total” quando a sociedade visada é uma *sociedade aberta*. E fazem-no com bastante mais suficiência e equidade do que o faz o artigo 490.º do CSC para as *sociedades não abertas*, sobretudo no que toca à determinação da contrapartida dos sócios minoritários. Entre outros aspectos, a expressão “*contrapartida justa*” é significativamente usada no n.º 1 do artigo 194.º do CVM, todavia não tem qualquer paralelo no n.º 2 do artigo 490.º do CSC.

Devemos, pois, distinguir entre as *OA* do artigo 490.º do CSC, tendentes ao domínio total de sociedades não abertas, e as *OPA* em geral de sociedades abertas. A distinção começa pelo essencial: estamos perante incomparáveis graus de transparência e de regulação das operações e das sociedades. E cuidar-se-á de ter bem presente que o prémio usualmente praticado nas *OPA* é incidente sobre o preço do mercado (cotação em bolsa), enquanto nas *OA* do n.º 2 do artigo 490.º o *PHC* que proponho incide sobre a estimativa de valor da sociedade visada, aplicando-se-lhe métodos de avaliação apropriados. No caso das *OPA*, o prémio é uma forma para, de algum modo, tentar o *convencimento* dos outros accionistas; no caso das *OA* do n.º 2 do artigo 490.º, entendo que a avaliação da empresa já incorpora uma espécie endógena do *prémio de convencimento* mas não incorpora o *PHC* específico da *OA*. O *PHC* é uma compensação pela *hostilidade impositiva* em contexto alheio ao mercado de valores mobiliários. São, pois, prémios de natureza diferente. A condição de *hostilidade impositiva sem bolsa* separa os dois tipos de operações **.

** Verdadeiramente, nas *OPA* de acções cotadas não há *hostilidade*, pelo menos não a há antes do limiar dos 90% de direitos de voto (artigo 194.º CVM); poderá surgir uma forma de *hostilidade* após este limiar dos 90%, mas tratar-se-á de uma *hostilidade* de outro conteúdo e de outra percepção. Nas palavras de Carlos Tavares, presidente da CMVM, referindo-se às *OPA* de acções cotadas: «As *OPA* são operações normais e

Os prémios de *convencimento* das OPA têm sido objecto de estudos e estatísticas.

Em Portugal, no decénio 1991/2000, ocorreram 58 OPA, com um prémio médio de 41% calculado sobre as 58 cotações médias, sendo cada uma destas calculada a partir das respectivas 50 últimas sessões da bolsa. No Reino Unido, 56 OPA tidas como “hostis” envolveram *prémios de convencimento* entre 35% e 45% ***.

Por sua vez, o PHC, de que não há experiência nem estatísticas, deverá preencher requisitos mínimos de expressividade. Admito que poderá ser adequado um PHC entre um quinto e um terço do *valor normal* da empresa, este obtido pelos supramencionados métodos de avaliação. Em anexo III, apresento o resumo simplificado de um caso concreto.

5) Conclusão

O artigo 490.º debate-se num conflito de duas frentes: por um lado, não deve desproteger os minoritários; por outro lado, não deve embargar a formação de grupos empresariais. A proposta que faço de PHC decorre de constatar que, na primeira frente, o artigo 490.º não salvaguarda devidamente o sócio “livre” quando a sociedade dominante envereda pelo caminho da OA hostil e irrecusável (ii a, no diagrama). E decorre de considerar que, na segunda frente, a constituição de grupos de sociedades não é flagelada, pelo contrário, se a sociedade dominante pagar *prémio* por optar pelo “domínio total mediante a exclusão forçada” de accionistas minoritários.

transparentes. Não sou sequer partidário da distinção entre OPA hostil e OPA amigável. Não há nada de hostil para os accionistas: é uma oferta que eles aceitam ou não.» (in *Diário Económico*, 13 08 2007, p 4).

*** SCHOENBERG e THORNTON, “The impact of bid defenses in hostile acquisitions”, in *European Management Journal*, 2006, n.ºs 2-3, p. 142/150.

O bom nome de um empresário e de um grupo empresarial não se afirma por entorses e atropelos. Suponho que um grupo empresarial ganha quando tem para contar uma história meritória de expansão por aquisições e fusões sempre com provas dadas de respeito pelos accionistas minoritários, em todas as circunstâncias. E não haverá muito melhores provas do que, nas OA do n.º 2 do artigo 490.º, a sociedade dominante oferecer uma "*contrapartida justa*" determinada por bons métodos, critérios e pressupostos; incluindo *prémio* que atenua o carácter de oferta *hostil irrecusável* e a aproxime de uma oferta *quase amigável*, ainda que irrecusável.

Em suma, afigura-se-me que o conceito de *PHC* é justo e consistente. Pode e deve ter cabimento sempre que a sociedade dominante escolha o caminho do n.º 2 do artigo 490.º

Anexo I

Excerto do CSC, Artigo 490.º “Aquisições tendentes ao domínio total”

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 patentado 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, estando a aquisição sujeita a registo por depósito e publicação.

4 — O registo só pode ser efectuado se a sociedade tiver consignado em depósito a contrapartida, em dinheiro, acções ou obrigações, das participações adquiridas, calculada de acordo com os valores mais altos constantes do relatório do revisor.

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.

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.

Anexo II

Diagrama sequencial — Dominante e Minoritários (interpretação do artigo 490.º assumida no texto)

Anexo III

Resumo de avaliação de “empresa visada”, para fins do n.º 2 do art. 490.º

Métodos de avaliação	Avaliação por acção (A)	“Prémio de convencimento” (B = 40% A)	PHC, “prémio de hostilidade coactiva” [C=20%(A+B)]	Total por acção (A+B+C)
Principal: DCF	6,1 €	(endógeno)	1,2 €	7,3 €
Comparativos:				
— PER	4,3 €	1,7 €	1,2 €	7,2 €
— PBV	4,9 €	2,0 €	1,4 €	8,3 €

Abreviaturas

CMVM: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

CSC: Código das Sociedades Comerciais.

CVM: Código dos Valores Mobiliários.

DCF: *discounted cash-flow* (método principal de avaliação).

OA: oferta de aquisição, artigo 490.º, CSC.

OPA: oferta pública de aquisição, CVM.

PBV: *price-book value* (método coadjuvante de avaliação).

PER: *price-earning ratio* (método coadjuvante de avaliação).

PHC: prémio de hostilidade coactiva.

ROC: revisor oficial de contas.

Resumo: Uma sociedade que detenha 90%, ou mais, das acções ou quotas de uma outra sociedade tem um privilégio: pode, se quiser, comprar as restantes acções ou quotas e atingir 100%, mesmo contra a vontade dos sócios minoritários (*Código das Sociedades Comerciais*, n.º 2 do artigo 490.º). Trata-se de uma aquisição hostil e coerciva. O autor propõe que a sociedade dominante pague aos outros sócios da sociedade dominada um bónus especial por enveredar por esta via de “aquisição tendente ao domínio total”. O bónus é aqui designado “prémio de hostilidade coactiva”.

Palavras-chave: Artigo 490.º CSC; sociedade dominante; sociedade dominada; domínio da sociedade; aquisição tendente ao domínio total; aquisição hostil; aquisição coerciva; prémio.

*Coercive hostile acquisition of the total corporate control
— A case for a special premium?*

Abstract: A company owning 90% or more of the shares or quotas of another company has a privilege: it can buy, if it wants, the remaining shares or quotas and reach 100%, even against the will of the minority partners (*Código das Sociedades Comerciais*, art. 490–2). It is a hostile coercive acquisition. The author proposes that the controlling company should pay a special bonus for using this way of obtaining the total control. The bonus is here named “coercive hostility premium”.

Keywords: controlling company; controlled company; corporate control; total control acquisition; hostile acquisition; coercive acquisition; premium.

Miguel Cadilhe
Economista