

Evaristo Mendes

A compensação a pagar aos minoritários nas aquisições potestativas ao abrigo do artigo 490.º do CSC

(Adenda ao artigo «Aquisições potestativas no artigo 490.º do CSC após a Reforma de 2006 e procedimento justo», publicado in AAVV, V Congresso DSR, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 343-400, e disponível, na respetiva versão provisória, neste site, I.13)

Depois da publicação do nosso artigo *Aquisições potestativas no artigo 490.º do CSC após a Reforma de 2006 e procedimento justo*, surgiram, designadamente, dois outros sobre o tema das aquisições potestativas jus-societárias: um de índole mais geral, de Diogo Pessoa¹ e o outro relativo à *compensação* a pagar aos minoritários privados das respetivas quotas ou ações, de Ana Perestrelo de Oliveira².

O primeiro desses estudos, embora verse sobre o CSC, procede, a um breve confronto do regime societário (art. 490.º do CSC) e do regime jus-mobiliário (arts. 194.º e s. do CVM) (cfr., em especial, pp. 219 a 230), revisita a questão das funções da aquisição potestativa societária (pp. 230 e ss.), alude às formas tradicionais de excluir sócios das respetivas sociedades (pp. 235 a 240), e foca-se no problema da constitucionalidade da figura (pp. 240 e ss., 246 e ss.), observando, designadamente: que os argumentos comumente avançados para a sua defesa não se apresentam conformes à realidade, uma vez que, tal como está consagrado, (i) não tem como finalidade única ou necessária a constituição de um grupo por domínio total (de facto, como observámos no nosso artigo, o texto da lei não o impõe e na prática tem havido aquisições potestativas sem essa finalidade, como também acontece no direito alemão: no centro da figura estão mais latamente a liberdade empresarial da sócia dominante – em que se inclui a formação de um tal grupo – e razões de eficiência económica), (ii) não tem as semelhanças com outras operações societárias apontadas por alguns autores, e (iii) opera à margem da sociedade (como também salientámos no nosso texto) e, portanto, ao princípio maioritário; e que, mesmo abstraindo disso, há opções de regime questionáveis e contrárias à Constituição, como sucede com a atribuição do direito potestativo independentemente do poder deliberativo do adquirente (diferentemente do que sucede no CVM) e com a possibilidade de impor aos minoritários uma contrapartida em espécie (violando o direito a uma justa indemnização) (com o que também concordamos).

Quanto ao segundo dos estudos, aqui especialmente considerado, como resulta do texto a seguir, concorda-se com o teor do respetivo *resumo* (p. 151), mas não com o que consta do respetivo corpo (cfr., em especial, as págs. 156 e ss., 175 e ss.). Na verdade, todo o estudo está construído sobre a ideia de que, para os efeitos do art. 490.º, o valor normativo das ações, a que a autora chama «valor total» (não descontado), é o seu justo valor de mercado (autónomo); e, como as ações dos minoritários não têm mercado - circunstância que justifica o direito de alienação consagrado nos n.ºs 5 e 6 (pp. 177 e s.) -, elas são «participações diminuídas» («ações-anãs»), com valor inferior ao das detidas pela sócia maioritária. Note-se, porém: por um lado, que o valor legal das participações sociais (ações incluídas) nas operações jurídico-societárias referidas no texto - incluindo, pelas razões aí expostas, as aquisições e alienações potestativas em apreço - é o seu *justo valor*, sendo este diferente de um *justo valor de mercado* (cfr. adiante, nota 25) (conceito próximo do «justo valor» de um ativo usado na contabilidade); por outro lado, que, segundo as conceções correntes na matéria, o valor a que a autora chega é, na realidade, um valor descontado; e, ainda, que um valor de mercado das ações é, naturalmente, relevante nas aquisições potestativas jus-mobiliárias (reguladas nos arts. 194.º e s. do CVM), dado que aí as ações estão admitidas à negociação em mercado regulamentado, têm mercado, mas, também compreensivelmente, dada a ausência de mercado, não é ele que o legislador societário considera um justo valor.

Noutros termos, atendendo à finalidade da compensação devida aos minoritários, o relevante não é o valor que estes poderiam obter pelas suas quotas ou ações no mercado livre, numa transação entre partes independentes, informadas e livres de contratar (com efeito, na aquisição potestativa eles são *privados*, sem mais, da sua propriedade corporativa, e, na alienação potestativa, é o legislador que, devido à falta de mercado, lhes cria um «mercado» *ad hoc* para a mesma), mas o que, atendendo ao conteúdo patrimonial da

¹ Cfr. DIOGO PESSOA, intitulado «A aquisição potestativa societária: algumas considerações adicionais sobre a aquisição tendente ao domínio total no Código das Sociedades Comerciais», *DSR* 22 (2019), pp. 217-254.

² Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Parâmetros jurídicos da contrapartida justa na aquisição potestativa societária», in AAVV, *VII Congresso DSR*, Almedina, Coimbra, 2023, pp. 151-181.

sua participação, poderiam obter se se mantivessem na sociedade. Ou seja, porque a *finalidade* visada é proporcionar ao quotista ou acionista o valor daquilo de que é privado - o seu «proportionate interest in the corporate enterprise» (cfr. a nota 83 e *infra*, mormente a citada nota 24) -, o valor em causa é, como noutros casos de privação forçada de quotas ou ações ou de exercício de direitos legais de desinvestimento, um valor «pro rata» do valor da sociedade.

Justifica-se um apontamento adicional sobre o tema da compensação devida aos minoritários visados pela aquisição³. Como se infere do nosso texto (*Aquisições potestativas...*), entendemos que os titulares das quotas ou ações «expropriados» têm direito ao «pleno valor societário» das mesmas⁴, *i. e.*, à fração do valor líquido da sociedade que lhes corresponde, sem quaisquer descontos de minoria ou iliquidez⁵. É este o seu *justo valor* jurídico-societário legal⁶.

Na verdade, é isso que resulta da interpretação do art. 490.º no quadro do CSC, em que se insere, e do direito societário geral. Mas acresce uma outra razão: o pleno valor societário das quotas e das ações – distinto do respetivo valor de mercado autónomo, que apenas releva nas sociedades cotadas, em que há um mercado regular das ações, como decorre do art. 194.º do CVM – é o único compatível com a CRP.

Atentando no tema mais de perto, a favor da tese defendida no texto⁷ e aqui reafirmada, pode aduzir-se, designadamente, o seguinte⁸:

- 1) Tal como sucede, designadamente, nos casos de exclusão e exoneração de sócios, bem como de amortização e aquisição forçadas de quotas e ações⁹ por outro

³ Este apontamento mereceu, quanto à tese nele defendida, a concordância do Prof. Rui Pinto Duarte, a quem se agradece a leitura crítica do texto.

⁴ Acerca deste conceito, presente no CSC, cfr. EVARISTO MENDES, «Exoneração de sócios» (2012), cit., pp. 20 e ss., e «Valor das participações sociais. Valor legal e valor estatutário. Discrepância de valores» (2015), cit., pp. 113 e s. e notas 16 e 17 (direito alemão), 122 e ss. (direito português), bem como COUTINHO DE ABREU, «Retalhos (jurídicos) sem cosedura», *DSR* 22 (2019), p. 22 e nota 16.

⁵ Cfr. o n.º 14.2, em especial, a nota 83 e o texto correspondente, e o n.º 15.1, regra 5). Mais especificamente, cfr. «Exoneração de sócios» (2012), cit., pp. 21 e ss., 28, 30 e s. e respetivas notas.

⁶ No mesmo sentido, cfr. COUTINHO DE ABREU, «Retalhos (jurídicos) sem cosedura» (2019), cit., pp. 21 e ss.: embora o art. 490.º seja omissivo, chega-se a tal valor, ou por aplicação analógica dos arts. 186.º, n.º 4, 205.º, n.º 3, 241.º, n.º 2, e 242.º, n.º 4, do CSC (*analogia legis*), relativos à exclusão de sócios (sendo de observar que o afastamento dos sócios mediante aquisição potestativa não deixa de ser uma forma de exclusão, em sentido lato), ou porque as várias normas relativas à avaliação das participações sociais (ligada à das sociedades respetivas) – art. 1021.º, n.º 1, do CC, para que remetem, direta ou indiretamente, no CSC, além daqueles preceitos legais, os arts. 105.º, n.º 2, 120.º, 137.º, n.º 2, 185.º, n.º 5, 240.º, n.º 5 (relativos à exoneração), 231.º, n.º 2, al. d) (respeitante à cessão de quotas), e 329.º, n.º 3, al. c) (relativo à transmissão de ações), e 235.º, n.º 1, al. a) (que contém a regra geral da amortização de quotas) – convergem em um princípio geral com esse conteúdo (*analogia iuris*); além disso, contra a aplicação de descontos, de minoria ou iliquidez, vai, ainda, o princípio da igualdade de tratamento dos sócios – donde «resulta que aos interesses patrimoniais dos acionistas minoritários não pode ser atribuída menor dignidade ou grau (respeitadas as proporções) do que aos interesses patrimoniais do acionista dominante» (p. 24 e nota 24) – e, quanto ao desconto de iliquidez, a circunstância de no contexto em apreço não estar em causa um justo valor de mercado, porque a sócia dominante exerce um poder unilateral de aquisição, não joga a oferta e a procura das ações, não podendo os minoritários, portanto, ser vistos como se vendessem as participações em mercado livre (que não existe), mas «como se permanecessem na sociedade, onde continuariam a partilhar com o sócio dominante (proporcionalmente) os mesmos resultados económicos» (p. 24 e nota 25); sendo esta, por isso, também a posição da doutrina e da jurisprudência alemãs e do Estado do Delaware (cfr. a nota 25).

⁷ Veja-se, em especial, a nota 83 e o texto correspondente.

⁸ As razões de índole jurídica a seguir apontadas, pode acrescentar-se uma de índole económica: se um acionista minoritário puder ser discricionariamente privado das suas ações recebendo menos do que o valor que legalmente elas têm, a sentida e provavelmente divulgada frustração das expectativas provocará um natural retraimento do investimento em participações minoritárias, contrário a uma sã política pública de investimento.

⁹ No caso da amortização compulsiva de ações, o CSC é omissivo acerca da contrapartida a pagar pela sociedade; sendo, neste aspeto, a situação semelhante à das aquisições potestativas reguladas no art. 490.º

motivo, também nas aquisições e nas alienações potestativas o valor das quotas e das ações é um *valor normativo*, não um simples valor técnico¹⁰.

- 2) Não regulando o art. 490.º o valor *legal* em causa – que deve ser igual para a aquisição e a alienação potestativas¹¹ –, podemos chegar a um valor idêntico ao valor «real» (também dito «valor de liquidação») previsto para esses outros casos (i) através da aplicação *analogica* das disposições do CSC relativas à exclusão e exoneração de sócios¹², (ii) através da aplicação do *princípio jurídico-societário geral* que se extrai das regras aplicáveis aos casos de exclusão, exoneração, amortização, etc.¹³, ou (iii) através da aplicação direta do art. 1021.º do CC, enquanto preceito subsidiário do CSC¹⁴.
- 3) Tal valor normativo – comum, deste modo, a todos os casos em que, no âmbito societário, é preciso encontrar um valor *legal* das participações sociais, mediante uma operação de avaliação, incluindo o das aquisições e alienações potestativas em apreço – é um valor que se obtém, nos termos deste art. 1021.º do CC,

Todavia, aplicam-se analogicamente as regras constantes do art. 235.º, n.º 1, al. a), e n.º 2, relativas às quotas, com a possível ressalva de que, neste caso, a lei não prevê e, portanto, não admite derrogações à regra do valor real, ou aplica-se diretamente o art. 1021.º, n.ºs 1 e 2, do CC, a título subsidiário (art. 2.º do CSC). Cfr., no sentido da aplicação analógica da regra relativa às quotas ou do princípio geral nela aflorado, sem aquela ressalva, COUTINHO DE ABREU, *Das Sociedades*, cit., 8.ª ed., 2024, pp. 417 e s.

¹⁰ E também não é um valor de mercado, simples ou normalizado. Este existe nas sociedades cotadas, mas estas não se encontram sujeitas ao art. 490.º do CSC, sendo regidas pelas normas especiais dos arts. 194.º a 196.º do CVM (cfr. o n.º 7 do art. 490.º), diploma que, esse sim, compreensivelmente, toma, em geral, por base o valor de mercado (cfr. *infra*, no texto). A respeito da transmissão de quotas e ações, cfr. os arts. 225.º, n.º 4, e 226.º, n.º 3 (transmissão de quotas por morte), 231.º n.º 2, al. d) (cessão de quotas), e 329.º, n.º 3, al. c) (transmissão de ações).

¹¹ Assim também ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Parâmetros jurídicos da contrapartida justa na aquisição potestativa societária» (2023), cit., p. 178.

¹² Cfr. o art. 2.º do CSC. Na verdade, do ponto de vista dos valores e interesses em jogo, as situações são semelhantes: no caso das aquisições potestativas, os sócios são privados das quotas e ações no exercício de um direito potestativo, o que constitui materialmente uma exclusão (cfr. também COUTINHO DE ABREU, «Retalhos (jurídicos) sem cosedura» (2019), cit., pp. 21 e ss.); no caso das alienações potestativas, os minoritários exercem um direito de saída análogo ao direito de exoneração por fundamento legal (cfr. EVARISTO MENDES, *Exoneração de sócios*) (2012), cit., pp. 39 e s., 76 e ss.). Na Alemanha, o instituto correspondente – circunscrito às sociedades por ações – é, mesmo, tecnicamente configurado e apelidado de exclusão (cfr. os §§ 327a a 327f e a correspondente epígrafe da parte 4 do livro III da AktG). A circunstância de, no art. 490.º, o direito de aquisição ser da sócia dominante, não da sociedade, e de ser exercitável *ad nutum*, sem ter de se basear em justa causa, diferencia-o da exclusão *stricto sensu*, na sua configuração tradicional, mas estas diferenças só reforçam a conclusão de que o valor a receber pelos minoritários deve ser pelo menos igual ao valor legal das quotas e ações em caso de exclusão: por identidade ou maioria de razão deve ser assim. Mais: tal como sucede na exoneração de sócios de SpQ por justa causa legal (art. 240.º, n.º 8), não é admissível uma regulação estatutária do assunto desfavorável aos minoritários. Na verdade, esta é admitida na exclusão, mas isso é assim porque ela se funda em justo motivo e é do interesse geral dos sócios (conforme ao interesse social), o que não sucede na aquisição potestativa, em que há uma prevalência, sem mais, do interesse da sócia dominante, por motivos que transcendem o interesse social. Nesta aquisição, há a simples privação de um bem, pelo que o valor da compensação há de corresponder ao pleno valor desse bem, ao seu valor «intrínseco» de bem de segundo grau, representativo de uma fração do valor líquido da sociedade (acerca deste ponto, cfr. EVARISTO MENDES, «Compra e venda de sociedades», in AAVV, *VI Congresso DSR*, Almedina, Coimbra, 2022, pp. 155-216, 207 e ss.).

¹³ Cfr., ainda, o art. 2.º do CSC e COUTINHO DE ABREU, «Retalhos (jurídicos) sem cosedura» (2019), cit., pp. 21 e ss., com mais indicações. No comentário que recebemos de Rui Pinto Duarte a esta nossa nota de atualização, este Professor chamou-nos também à atenção de que «o art. 98, n.º 1, alínea e), do CSC dá um argumento de maioria de razão: se nesse caso - de participações despidiendas a trocar por dinheiro - o valor a pagar é o resultante da relação de troca das participações das sociedades envolvidas (não considerando qualquer «desconto por a participação ser minoritária»), como se justificaria que se adotasse critério mais penalizador para participações não mais relevantes?»

¹⁴ Cfr., ainda, o art. 2.º do CSC e COUTINHO DE ABREU, «Retalhos (jurídicos) sem cosedura» (2019), cit., pp. 21 e ss., com mais indicações.

mediante duas operações: *i)* avaliação da sociedade, apurando um valor de base (n.º 1); e *ii)* repartição deste valor pelas participações (no caso, quotas ou ações) existentes, aplicando as regras relativas à partilha do ativo restante numa operação de liquidação da sociedade em benefício dos sócios (n.º 2, que remete para o art. 1018.º do CC)¹⁵. Não existe aqui, portanto, qualquer distinção entre participações maioritárias e minoritárias, com valor de mercado líquido ou sem ele, como não a há na distribuição de lucros, de capital exuberante, naquela partilha do ativo restante (ou ativo de liquidação), etc.

- 4) Com efeito, o valor da sociedade é, nos termos do art. 1021.º, n.º 1, do CC, o seu valor *intrínseco*, económico-financeiro, conferido pelo seu património e/ou pela sua capacidade lucrativa (aviamento ou *goodwill*), existentes numa determinada data (em consonância com a caracterização legal da sociedade como uma organização lucrativa tipicamente dotada de um património), ou, na generalidade das situações, pela sua capacidade para, de forma sustentável, num arco temporal de longo prazo, tendencialmente ilimitado (em consonância com a típica duração ilimitada da sociedade), gerar um excedente monetário suscetível de apropriação pelos sócios. Tal valor, em regra, é repartido pelas participações como o são os lucros (art. 1018.º, n.º 2, *in fine*, do CC); ou seja, aplicando o princípio da proporcionalidade (art. 992.º do CC e art. 22.º do CSC)¹⁶.
- 5) Isto é assim, claramente, no caso das aquisições e alienações potestativas reguladas no art. 490.º do CSC, uma vez que este apenas respeita a sociedades não cotadas (cfr. o respetivo n.º 7), isto é, SpQ ou SpA cujas ações, embora transacionáveis, não têm mercado e um correspondente valor de mercado¹⁷. Com efeito, os correspondentes institutos, nas sociedades cotadas, em que as ações e a sociedade têm um conhecido valor de mercado, encontram-se regulados nos arts. 194.º a 196.º do CVM e apresentam uma configuração própria; sendo esse valor de mercado, compreensivelmente, em regra, o valor a atender, visto que, para os investidores, a negociabilidade em mercado faz parte das características fundamentais das ações cotadas. Já nas operações societárias de exclusão, exoneração, amortização, etc., pode estar envolvida uma sociedade cotada; pelo que é defensável uma interpretação do art. 1021.º do CC no sentido de que o valor da cotação também deve relevar, em princípio, como valor mínimo¹⁸.

¹⁵ Cfr., por ex., EVARISTO MENDES, «Exoneração de sócios» (2012), cit., pp. 20 e ss., e «Valor das participações sociais. Valor legal e valor estatutário. Discrepância de valores» (2015), cit., pp. 113 e s. e notas 16 a 19 (direito alemão, esclarecendo o que se entende por valor comercial (*Verkehrswert*) das participações na nota 17), 108 e ss., 122 e ss. e notas 46 e 47, e COUTINHO DE ABREU, *Das Sociedades* (2024), cit., pp. 230 e s., ambos com mais indicações.

¹⁶ Cfr., por ex., EVARISTO MENDES, «Exoneração de sócios» (2012), cit., pp. 21 e ss., e «Valor das participações sociais. Valor legal e valor estatutário. Discrepância de valores» (2015), citado na nota anterior, *ibidem*, e COUTINHO DE ABREU, *Das Sociedades* (2024), também citado na nota anterior, *ibidem*, ambos com mais indicações. Acerca de uma possível reinterpretação do art. 1021.º do CC, no sentido de acrescentar ao valor intrínseco dados decorrentes da compra e venda de sociedades, que entretanto se generalizou, cfr. EVARISTO MENDES, «Exoneração de sócios» (2012), p. 27, e «Compra e venda de sociedades» (2022), cit., p. 212.

¹⁷ Cfr. EVARISTO MENDES, «Exoneração de sócios» (2012), cit., pp. 52 e ss., 56 e ss., e 84 (a respeito das quotas), 71 e s. (EUA).

¹⁸ Cfr. EVARISTO MENDES, «Exoneração de sócios» (2012), cit., p. 27 e nota 29 (aludindo também a possíveis valores de mercado da sociedade informais). Na Alemanha, veja-se, designadamente, o caso DAT/Atana, referido adiante. Note-se que, neste país, o regime do *squeeze-out* societário (constante dos §§ 327a a 320f da AktG) também é diferente, designadamente quanto à compensação devida, do *squeeze-out* jusmobiliário (constante dos §§ 39a a 39c da *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*); mas o primeiro também pode envolver sociedades cotadas (cfr., por ex., HÜFFER, *AktG* (2010), cit., § 727a, nm. 1a, p. 1743).

- 6) Além disso, a aplicação do art. 1021.º do CC às aquisições potestativas – sem descontos, portanto – decorre também de um princípio de *coerência sistemática*. Na verdade, se nos casos de exclusão e outras formas de privação forçada das participações – fundadas em justo motivo e em razões de interesse social – vigora a regra do pleno valor societário destas, haveria uma contradição valorativa e sistemática inaceitável se se atribuisse aos visados por tais aquisições, efetiváveis *ad nutum* e primordialmente no interesse da sociedade adquirente, um valor «descontado» e, portanto, menor.
- 7) No mesmo sentido depõe, ainda, a circunstância de se tratar de uma privação discricionária da propriedade *corporativa* – representativa de uma fração do valor líquido da sociedade¹⁹ –, retirando ao titular o que poderia receber não apenas através da alienação voluntária da mesma, mas também através da comunhão nos lucros e no ativo de liquidação, do exercício do direito de exoneração, etc.²⁰. Trata-se, na verdade, de uma simples troca forçada de tal participação pelo respetivo valor. Se se força a troca, o prejuízo não deve estender-se ao valor. Tal é assim em face do CSC, mas também por força da proteção da propriedade conferida pelo art. 62.º da CRP.
- 8) Além disso, esta garantia legal e constitucional de valor é importante como mecanismo moderador do exercício do poder da sócia dominante, prevenindo boa parte dos naturais comportamentos oportunistas ligados a um poder «expropriativo» como o presente²¹. Ou seja, o regime da contrapartida

¹⁹ Note-se que, no caso das sociedades anónimas, a regra geral do direito societário (constante do art. 1021.º do CC) pode considerar-se um reflexo do princípio da divisão (abstrata) do capital em ações (art. 271.º do CSC): o valor líquido ou residual da sociedade - aquilo que ela vale para os acionistas - reparte-se, em princípio igualmente, pelas ações existentes, independentemente de o titular ter uma percentagem maior ou menor delas, de se tratar de ações cotadas ou não cotadas, etc. Apenas havendo diferentes categorias de ações esse princípio pode ser derogado ou ajustado. Noutros termos, as ações são uma forma de riqueza mobiliária representativa da riqueza consubstanciada na sociedade (bens de segundo grau, na qualificação de Ascarelli), projetando nas esferas pessoais de cada sócio o valor desta. Havendo apenas uma categoria de ações, o valor projetado afere-se, objetivamente, pelas ações detidas por cada um. O princípio em causa também aponta, portanto, para a aplicação daquela regra às aquisições e alienações potestativas jussocietárias.

²⁰ Cfr. também COUTINHO DE ABREU, «Retalhos (jurídicos) sem cosedura» (2019), cit., pp. 21 e ss., com mais indicações. A este respeito, para se ver melhor o que um sócio minoritário tem enquanto tal (e pode realizar), importa considerar, designadamente o seguinte: *i*) a existente prática de negociação global das quotas e ações de uma sociedade, com repartição do valor obtido do adquirente em função das quotas ou ações detidas por cada participante (*tráfico de sociedades*); *ii*) o tratamento igualitário dos sócios, maioritários e minoritários, em caso de fusão ou cisão (cfr. os arts. 97.º e ss., 119.º e s.); *iii*) a existente prática que faz participar os minoritários no valor do controlo societário através das OPAs, reforçada pelo regime legal das OPAs obrigatórias (*tráfico ou mercado de controlo* das sociedades cotadas); *iv*) o direito ao lucro, isto é, o direito a receber uma quota-parte, proporcional às quotas ou ações detidas, quer do valor que venha a ser distribuído «pendente sociedade», quer do que venha a apurar-se na eventual liquidação desta [cfr. os arts. 21.º, n.º 1, al. *a*), 22.º e 156.º, n.º 4]; a que acresce um implícito princípio de que, em caso de liquidação da sociedade, esta deve ser feita de modo a realizar o maior valor possível, via de regra, mediante trespasse ou transmissão global do património social; *v*) o direito a receber ou a ser compensado pelo pleno valor societário das quotas ou ações em caso de exoneração, exclusão, amortização de ações, etc., que, como o direito ao lucro, é uma concretização da ideia de que o valor líquido da sociedade pertence aos acionistas em função das respetivas quotas ou ações (não em função de outro critério, como o da magnitude da participação detida e o da sua liquidez ou apetência comercial); *vi*) o direito de alienação das quotas e ações, com a normal valorização sofrida, e, sendo as quotas ou ações vinculadas, o direito a receber o respetivo valor de transação ou o valor real das mesmas em caso de recusa de consentimento a uma transmissão ou projeto de transmissão (cfr. os arts. 231.º e 329.º, n.º 3).

²¹ Cfr., no texto a que se refere esta adenda, *supra*, pp. 354, 385 e s., 391 e ss. da versão publicada. Estamos, na verdade, perante uma forma de «propriedade» que deve ser protegida contra comportamentos

compensatória deve ser de molde a evitar a tentação de apropriação de valor pertencente aos minoritários.

- 9) E para o mesmo resultado converge, ainda, o princípio societário da *igualdade de tratamento* dos sócios²².
- 10) Acresce uma razão de justiça: a lei permite à sócia maioritária impor aos minoritários a aquisição potestativa – efetivável *ad nutum*, sem necessidade de justificação material – sobretudo para ultrapassar o obstáculo dos custos de transação proibitivos de participações dispersas com uma utilidade marginal muito grande para quem pretende o domínio total da sociedade, evitando também comportamentos oportunistas dos minoritários. Ora, se se permite uma ablação da «propriedade» nestes termos, dando prevalência ao interesse dos maioritários sobre o dos minoritários, é *justo* que a compensação pela correspondente perda corresponda ao pleno valor societário das ações, não a este valor descontado.
- 11) Pode, ainda, acrescentar-se que o direito societário tem mecanismos de *criação de liquidez* para as participações sociais. Estão neste caso o direito de exoneração e o direito de alienação potestativa do artigo 490.º, n.ºs 5 e 6, do CSC. Quer isto dizer que, verificando-se os pressupostos da aquisição e da alienação potestativas, as ações dos minoritários deixam de ser ilíquidas; não podendo ser tratadas como tais²³.
- 12) Finalmente, o direito comparado confirma o acabado de expor. Mesmo no mais liberal ordenamento jurídico-societário que se conhece, o do Estado do Delaware, assim sucede^{24, 25}.

oportunistas dos maioritários, os quais teriam um adicional incentivo para eliminar os minoritários se o pudessem fazer pagando-lhes um valor inferior ao que eles conservariam se se mantivessem na sociedade. Nos EUA, observa-se, em especial, que, se as pertinentes normas legais se destinam a proteger os acionistas minoritários de acionistas controladores e/ou oportunistas, seria um contrassenso um desconto de minoria, proporcionando a estes um benefício ou mais valia [cfr., por ex., GILBERT MATTHEWS, «Statutory Fair Value» (2017), cit., II, pp. 58 e 59.].

²² Cfr., por ex., COUTINHO DE ABREU, «Retalhos (jurídicos) sem cosedura» (2019), cit., pp. 21 e ss., com mais indicações, e GROSSFELD/ EGGER / TÖNNES, *Unternehmensbewertung*, 8.ª ed., RWS, Colónia, 2016, pp. 46 (n.º 192), 49 (n.º 206), 53 e s. (n.ºs 225 e ss.). Note-se que, por razões funcionais e de eficiência económica, o fundamental princípio societário da cooperação na realização do fim comum (ou do «exercício em comum» de uma atividade produtiva com esse fim) tem de se conciliar com o princípio maioritário, a que o CSC acrescentou o poder de eliminação *ad nutum* de sócios ultraminoritários previsto no artigo 490.º Todavia, os minoritários já suportam um duplo sacrifício: sujeição corporativa à maioria e sujeição a tal eliminação. Daí que, no presente contexto, se justifique um respeito pelo princípio da igualdade de tratamento especialmente rigoroso, ao menos no que há de essencial na participação acionária – tanto para acionistas empreendedores como para acionistas investidores – o valor patrimonial da mesma, proporcional às ações detidas.

²³ Cfr. também, por ex., GILBERT MATTHEWS, «Statutory Fair Value» (2017), cit., II, pp. 58 e s.

²⁴ Cfr. as indicações constantes da nota 83 e, ainda, por ex.: GILBERT MATTHEWS, «DLOMs in N.Y. Fair Value Cases: Private Company Discounts Are Not Caused by Lack of Marketability», *BVR* 22/6 (2016), disponível, por ex., em www.researchgate.net/publication/309126950_Private_Company_Discounts_Are_Not_Caused_by_Lack_of_Marketability, I, pp. 15 e ss. (*maxime*, 17), II, pp. 57 e ss., GROSSFELD/ EGGER / TÖNNES, *Unternehmensbewertung* (2016), cit., pp. 22 e ss. (n.ºs 94 e ss.), 46 e ss. (n.ºs 191 e ss., 333 e s. (n.ºs 1355 e ss.)). Cfr., ainda, as referências fornecidas por COUTINHO DE ABREU em «Retalhos (jurídicos) sem cosedura» (2019), cit., pp. 21 e ss. Note-se que, no caso DAT/Altana, também referido por ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA (*est. cit.*, p. 157), estava em causa uma sociedade cotada e aquilo que o tribunal constitucional alemão decidiu foi que, nestes casos, o valor da cotação funciona, em princípio, como valor mínimo da compensação a pagar aos minoritários (cfr. o anexo).

²⁵ Nos EUA, o *fair value* das participações dos minoritários identifica-se com o respetivo valor fracionário ou proporcional da sociedade, distinguindo-se do mais restrito conceito do justo valor de mercado (*fair market value*), relevante sobretudo no contexto tributário (e na Califórnia), mormente porque este pressupõe

Anexo
I
Caso DAT/Altana²⁶

Súmula (n.ºs 54 e ss.):

A «plena» compensação exigida pelo art. 14 da Lei Fundamental (LF)²⁷, devida a acionistas minoritários que saem ou são afastados da sociedade, não pode ser inferior ao valor de mercado das respetivas ações. Na verdade, a compensação devida a tais acionistas deve ser calculada de forma a que estes continuem a receber os rendimentos que continuariam a receber se não tivesse sido concluído o acordo de empresa (*Unternehmensvertrag*) em questão ou não tivesse ocorrido a integração (*Eingliederung*) da respetiva empresa; isto é, deve garantir-lhes o recebimento do contravalor da sua participação na sociedade. Porém, além disso, a compensação deve ser calculada de forma a que os mesmos acionistas não recebam menos do que receberiam se tivessem decidido livremente desinvestir no momento desse acordo ou integração.

Para a determinação da compensação adequada (...), têm-se imposto na prática os métodos do rendimento, através dos quais, com base em dados existentes, se faz um prognóstico do modo como evoluirão no futuro os lucros de uma empresa. Tal prática não suscita, em princípio, objecções de índole constitucional. Contudo, como a propriedade acionária, mormente no caso das ações cotadas, se caracteriza pela sua negociabilidade, o valor da cotação - determinado pelo jogo da oferta e da procura em bolsa - não deve ser totalmente desconsiderado, uma vez que, não dispondo de toda a informação relevante e não tendo outro critério para medir o valor desta propriedade específica, é por ele que os acionistas, em particular os pequenos acionistas, em regra, se orientam nas suas decisões de investimento. De facto, o valor de mercado constitui o limite inferior da “compensação económica total” exigida pelo art. 14 (1) da LF, não estando, em princípio, em conformidade com o presente direito fundamental fixar uma compensação mediante processos de avaliação jussocietários que seja inferior ao preço de mercado. Caso contrário, os acionistas minoritários receberiam menos pelas suas acções do que teriam recebido numa venda sem a intervenção do acionista maioritário que é obrigado a pagar a indemnização.

Tal não significa que o valor da cotação seja o único pertinente. Na verdade, não há qualquer problema constitucional se o valor da compensação for superior. Mas também pode haver razões jurídico-constitucionais para ser menor: como o art. 14 (1) da LF exige uma compensação pelo «valor real», tal poderá ser o caso se, excepcionalmente, a cotação não refletir o valor de mercado das ações, como poderá acontecer se há muito que estas praticamente não são transacionadas.

um vendedor interessado e com vontade de vender e um comprador informado, o que não sucede quando um minoritário é afastado da sociedade [Cfr., por ex., GILBERT MATTHEWS, «Statutory Fair Value» (2017), cit., I, p. 17, II, p. 65.]; sendo aí o objetivo da lei proteger os minoritários e compensá-los por aquilo de que são privados [cfr., ainda, GILBERT MATTHEWS, «Statutory Fair Value» (2017), cit., II, p. 65].

Trata-se de um valor «pro rata» do valor da sociedade porque a sua *finalidade* é a de proporcionar ao acionista o valor daquilo de que é privado - o seu «proportionate interest in the corporate enterprise», uma «pro rata share of the value of the company as going concern» [cfr., por ex., GILBERT MATTHEWS, «Statutory Fair Value» (2017), cit., I, p. 16.]. Por isso, hoje em dia, a maioria dos estados norte-americanos, por via legal e/ou jurisprudencial, rejeita a aplicação de descontos de minoria ou de iliquidez [cfr., por ex., GILBERT MATTHEWS, «Statutory Fair Value» (2017), cit., I, p. 17, II, p. 59 e ss.], o mesmo sucedendo com o MBCA e os PCG do ALI [cfr., o § 13.01 do RMBCA e o § 7.22 dos *Principle of Corporate Governance*, bem como, por ex., GILBERT MATTHEWS, «Statutory Fair Value» (2017), cit., I, pp. 118 e s. (salvo havendo circunstâncias excepcionais justificativas de descontos de iliquidez)]. Mas também se exclui o valor das sinergias - como algo distinto do valor do controlo financeiro da sociedade - porque a lei o impõe e porque está em causa um valor *ponderado*, destinado, por um lado, a impedir comportamentos oportunistas dos maioritários, que poderiam ser tentados a pôr fora da sociedade os minoritários para se enriquecerem à sua custa, por outro lado, a evitar um incentivo à litigância por parte dos minoritários tendente a obter dos controladores um valor por eles acrescentado à sociedade (empresa social) através da operação em causa [cfr., por ex., GILBERT MATTHEWS, «Statutory Fair Value» (2017), cit., I, p. 17, com citações].

²⁶ Decisão do Tribunal Constitucional alemão (*Bundesverfassungsgericht*) de 27.04.1999 – 1 VvR 1613/94, publicada, por ex., em *BVerfGE* 100, pp. 289 e ss., e disponível em https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/1999/04/rs19990427_1bvr161394.html. Sobre ela, cfr., por ex., HÜFFER, *AktG* (2010), cit., anotação ao § 305, nm. 20a e ss., 24b e s., pp. 1586 e s., KOPPENSTEINER, *KK-AktG* (2004), cit., § 305, nm. 98 e ss., pp. 845 e ss.

²⁷ Norma constitucional de proteção da propriedade, semelhante ao art. 62.º do CRP.

II
§ 327b (1) AktG

O acionista principal determina o montante da compensação em dinheiro; deve ter em conta o *estado da sociedade* no momento da deliberação da sua Assembleia Geral. A Direção deve fornecer ao acionista principal todos os documentos e informações necessários.

Acerca dele, cfr., por ex., HÜFFER, *AktG* (2010), cit., pp. 1749 e ss., KOPPENSTEINER, *KK-AktG* (2004), cit., pp. 1235 e ss.