

CASH-OUT MERGERS IN PORTUGUESE COMPANIES LAW

JACINTO MONIZ DE BETTENCOURT

(*) *Abogado*

As «cash-out mergers» no Direito societário Português

O presente artigo vem retomar, na sequência de recentes e sucessivas alterações à disciplina legal da fusão no direito societário português, a discussão sobre a admissibilidade da fusão por compra, na qual os sócios da sociedade incorporada recebem quantias em dinheiro em substituição das participações a que teriam direito na sociedade incorporante. Pretende-se, em primeiro lugar, averiguar se esta modalidade de fusão é possível no Direito societário português e, em segundo lugar, identificar os aspectos que deverão ser considerados na apreciação de eventuais soluções *de lege ferenda*.

Cash-out mergers in Portuguese companies law

Following recent and successive legal changes to mergers regulations in Portuguese companies code, this article takes up the topic of the receptiveness under Portuguese law of a *cash-out* merger whereby the shareholders of the incorporated company are paid amounts in cash in lieu of the shares they would be entitled to in the acquiring company. The first goal of this work is to see if this type of merger is possible under Portuguese company law and the second one is to evaluate the main aspects to consider from a *de lege ferenda* perspective.

1. INTRODUÇÃO

A fusão é vulgarmente associada a operações de aquisição de empresas, seja enquanto sinónimo impróprio (i.e., fusão em sentido amplo, como uma forma de aquisição), ou enquanto consumação jurídica e formal de uma união económica iniciada com a transmissão de participações sociais.

Como é sabido, a aquisição de participações sociais consubstancia um meio indirecto de obtenção do controle de empresa. Com efeito, se em termos formais, a aquisição de participações sociais não se identifica com a compra de empresa – pois o objecto do negócio são as quotas, acções ou partes sociais, e não a empresa em si¹ – materialmente, a aquisição de participações sociais permite a *aquisi-*

*ção mediata do estabelecimento social ou da empresa*². Neste sentido, a *compra e venda de empresas*, na sua «*forma indirecta e mediata através da cessão das participações sociais da sociedade exploradora da empresa*»³, constitui uma realidade na qual podemos identificar, do ponto de vista económico, efeitos semelhantes aos da fusão em sentido estrito.

A confusão terminológica habitual fora do mundo jurídico pode, ainda, revelar a percepção dos agentes económicos quanto à existência de uma finalidade comum entre a compra e venda de empresas e algumas operações de fusão. Neste âmbito, recordamos que, contrariamente àquilo a que se assiste nos sistemas de Direito continental, nos quais a fusão é geralmente pensada enquanto instrumento formal de unificação, simultânea, de substratos patrimoniais e sociais de sociedades – distinto, por isso, do negócio de *compra e venda* e intimamente

(*) Del Área de Mercantil de Uría Menéndez (Lisboa).

1 Citando Ferrer Correia, «[o] direito dos sócios não pode ser definido como um direito recaindo sobre os bens sociais – como um direito *real*. Não pode definir-se desse modo exactamente porque os bens pertencem à sociedade e o ser jurídico desta não se reduz aos ser jurídico dos sócios.» Cf. A. Ferrer Correia: «A representação dos menores sujeitos ao poder pátrio na assembleia geral das sociedades comerciais», in *Estudos de Direito Civil, Comercial e Criminal*, Coimbra, 1985, p. 68. Vide, ainda, J. M. Coutinho de Abreu: «Da empresarialidade (as empresas no Direito)», Coimbra, 1999, pp. 344-355.

2 A. Ferrer Correia / Almeno de Sá: «Oferta pública de venda de acções e compra e venda de empresa: parecer» in *Colectânea de Jurisprudência*, Coimbra, A. 18, (4), 1993, p. 15-22 (18-20). Vide, também, J. M. Coutinho de Abreu: «Da empresarialidade...», *op. cit.*, p. 342-345; Raúl Ventura: «Participações dominantes: alguns aspectos do domínio de sociedades por sociedades por sociedades», in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 39, vol. I, Janeiro-Abril 1979, p. 6 e segs (p. 47 e segs).

3 Cf. J. CALVÃO DA SILVA: «Estudos de direito comercial: pareceres», Coimbra, 1996, p. 176.

ligado à noção de *transmissão universal de patrimónios* e de extinção *ope legis* da personalidade jurídica das sociedades⁴ – as soluções oferecidas pelos ordenamentos da *common law* são o resultado de uma leitura dinâmica e económica da fusão, enquanto mecanismo de *criação de valor* ou instrumento de obtenção de domínio. Por este motivo, dada a crescente preponderância das soluções oferecidas pelos ordenamentos anglo-saxónicos em matéria de transacções tendo por objecto sociedades, a fusão tem-se convertido, com alguma naturalidade, num mecanismo ao serviço da aquisição de empresas, seja pelo papel que desempenha no esquema da transacção – lembre-se, aqui, a fusão enquanto pedra de toque de algumas operações de *management buy-out* e de *leveraged buy-out*⁵, dando azo, inclusivamente, a que alguns se refiram à crescente desfuncionalização da fusão⁶ – seja por implicar, ela própria, e enquanto efeito essencial da mesma, a não continuidade dos sócios da sociedade incorporada no seio da sociedade incorporante.

É precisamente no seio deste último tipo de fusão que encontramos as denominadas *squeeze-out* ou *freeze-out mergers*⁷, e, entre estas, as *cash-out mer-*

gers (fusions par rachat), modalidades de fusão nas quais os sócios da sociedade incorporada recebem dinheiro por troca das participações sociais que, por efeito da fusão, teriam direito a receber no capital social da sociedade incorporante^{8 9}. Tratam-se de operações que permitem a prossecução de um

8 Afins, mas distintas das *cash-out mergers* temos habitualmente a *stock-for-stock freeze-out merger*, na qual os accionistas minoritários da sociedade são «expulsos» em resultado da aplicação de uma relação de troca *distorcida*, e da *stock-for-securities freeze-out merger*, em que a contrapartida a pagar àqueles compreende títulos que não acções da sociedade incorporante. Embora estas modalidades de fusão não integrem o escopo deste trabalho, não podemos deixar de notar, numa análise preliminar, que as mesmas não deverão ser admitidas no ordenamento português, atendendo às limitações estabelecidas na lei relativamente ao objecto da contrapartida a atribuir aos accionistas da sociedade incorporada e aos requisitos de verdade e adequação da relação de troca (cf., entre outros, artigos 97.º, n.º 3, e 99.º, n.º 4, do Código das Sociedades Comerciais).

9 Em sentido porventura contraposto, temos as *vendas-fusão*, operações em que a contrapartida já integra participações da sociedade incorporante, mas que mesmo assim não podem ser qualificadas de fusão – caso, por exemplo, da transmissão global, ou parcial, do património de uma sociedade mediante o pagamento de uma contrapartida constituída por participações próprias da sociedade incorporante (F. V. Chulia: «La fusión propia y las fusiones improprias en el Derecho español», in *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, vol. III, Madrid, 1971, p. 481-508 (502-503)), através do qual se leva a cabo uma transmissão do património de uma sociedade para outra, e a aquisição, pelos sócios da sociedade cedente, de participações da sociedade adquirente – as quais são entregues à primeira a título de contrapartida e posteriormente distribuídas pelos sócios a título de quota de liquidação. Os resultados são semelhantes ao da fusão – verifica-se uma transmissão global de património, a extinção da sociedade transmitente e a aquisição da qualidade de sócio na sociedade adquirente pelos sócios da transmitente (cf. Chulia: «La fusión propia y las fusiones improprias...», *op. cit.*, p. 504 e segs; *vide*, também, Raúl Ventura: «Fusão, cisão, transformação de sociedades: comentário ao Código das Sociedades Comerciais (parte geral, artigos 97.º a 140.º)», Coimbra, 1999, pp. 271-272). A realidade das *vendas-fusões* é tão ou mais grave nos países onde a disciplina jurídica das operações societárias possui um cariz menos vinculístico e onde as partes podem determinar com maior amplitude as responsabilidades que são objecto de transmissão, gerando verdadeiras fraudes à lei. É precisamente esse o caso dos Estados Unidos da América, onde diversos estados foram forçados a estabelecer limites a partir dos quais estas transacções podem ser qualificadas enquanto transmissões substanciais de bens sociais (*sale of substantial assets*) (em Delaware, por exemplo, assim se considera a transmissão de metade ou mais dos bens de uma sociedade – cf., a este respeito, Oesterle: «The law of mergers...», *op. cit.*, p. 29 segs.), para efeitos de determinação dos requisitos de aprovação aplicáveis (a este propósito, *vide*, por exemplo, L Herzel / Timothy C. Scherk / Dale E. Colling: «Sales and acquisitions of divisions», in 5 *Corporation Law Review*, no. 3, 1982, p. 25) e exercício de direitos de exoneração por accionistas discordantes. Simultaneamente, a doutrina e jurisprudência norte-americanas têm colaborado no aprofundamento e construção de um elenco de situações aos quais deverão ser aplicadas as regras jurídicas da fusão – trata-se da chamada doutrina *de facto merger*.

4 Nas palavras de P. Verga Matos / V. Rodrigues, «mais do que a existência, ou não, de uma única personalidade jurídica, o importante é que patrimónios antes sujeitos a centros de racionalidade económica independentes passem a estar, após determinada operação, dependentes de um único centro de racionalidade económica» (P. Verga Matos / V. Rodrigues: «Fusões e aquisições: Motivações, efeitos e política», S. João do Estoril, 2000, p. 21).

5 J. D. HORTA OSÓRIO: «Da tomada do controlo de sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out e a sua harmonização com o Direito português», Coimbra, 2001, p. 157.

6 J. D. HORTA OSÓRIO: «Da tomada do controlo de sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out», *op. cit.*, p. 158-159.

7 A distinção entre as duas figuras não parece rigorosa. B. Fox & E. Fox, por exemplo, opta pelo termo *freeze-out* (Fox & Fox: «Corporate Acquisitions and Mergers», vol. 1, 2002, p. 23) enquanto Oesterle se refere a «*squeeze-out transactions*» (Dale A Oesterle: «The law of mergers and acquisitions», St. Paul, Minn., 1999, p. 47). Engrácia Antunes, apoiado em forte literatura, faz coincidir *freeze out* com a operação que conduz à expulsão dos minoritários, e *squeeze-out* numa operação com fins semelhantes mas informal, cujo propósito é levar os sócios minoritários a abandonarem a sociedade (cf. J. Engrácia Antunes: «A aquisição tendente ao domínio total: da sua constitucionalidade», Coimbra, 2001, p. 46). No mesmo sentido, o *Black's Law Dictionary* embora reconhecendo que «[s]queeze-out» is often used synonymously with «freeze-out» (Henry Campbell Black: «Black's Law Dictionary», 6.ª ed., St. Paul., 1990, p. 1403). Para alguns exemplos de operações, *vide* Oesterle: «The law...», *op. cit.*, p. 47-49; F. Hodge O'Neal / Robert B. Thompson: «O'Neal's oppression of minority shareholders: protecting minority rights in squeeze-outs and other intracorporate conflicts», 2.ª ed., 1985, §§ 3:01-3:20, 4:01-4:06, 5:01-5:36, 6:01-6:10.

duplo objectivo: por um lado, a unificação de patrimónios, traço comum a todas as operações de fusão; por outro, o reforço do controle mediato sobre a empresa explorada pela sociedade incorporada, por força da saída dos accionistas desta. E é este segundo aspecto que justifica o recurso a esta modalidade de fusão sempre que a sociedade incorporante detém a maioria, mas não a totalidade, das participações sociais representativas do capital social da sociedade incorporada. Neste âmbito, aliás, distinguem-se habitualmente três tipos distintos de fusão: a *two-step*, «*integrated*» ou *second-step freeze-out merger*, em que a fusão conclui um processo de aquisição iniciado com uma oferta pública de aquisição através da qual se adquiriu o controle da sociedade incorporada mas não a totalidade das acções representativas do respectivo capital social desta¹⁰; a *going private merger* ou «*retrieval*» *merger*, que resulta de um processo complexo no qual os accionistas maioritários da sociedade incorporada adquirem a quase totalidade das acções dispersas no mercado de uma determinada sociedade, fazendo com que a mesma perca o carácter de sociedade aberta; transmitem, posteriormente, as acções para uma sociedade *holding* pelos mesmos controlada e, por fim, deliberam incorporar a sociedade nessa *holding*, assegurando que os demais accionistas minoritários recebem apenas contrapartidas em dinheiro; e a fusão de subsidiárias já detidas (*long-held affiliates*) pela sociedade incorporante¹¹.

Dito isto, pretende-se pelo presente trabalho averiguar, em primeiro lugar, se é possível uma *cash-out merger* à luz das normas e princípios jurídicos que regulam a fusão de sociedades em Portugal e, em segundo lugar, da conveniência de eventuais soluções *de lege ferenda* visando a consagração desta modalidade de fusão no ordenamento português. Pensamos ser este um momento propício à reintrodução do tema, dadas as recentes alterações introduzidas pela Lei n.º 12/2009, de 12 de Maio, e pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto, ao Código das Sociedades Comerciais (CSC). A título final, esclareça-se que, não obstante a importância deste tipo de operações no contexto das ofertas

públicas de aquisição, a análise das questões suscitadas neste trabalho será somente efectuada do prisma do Direito societário, sem cuidar das especificidades legais aplicáveis no mercado de valores mobiliários.

2 · AS «CASH-OUT MERGERS» NO DIREITO COMPARADO: REVISÃO HISTÓRICA

Já desde 1957 que o estado norte-americano de Delaware permite a incorporação, por fusão, de uma sociedade detida em 90% ou mais, mediante a atribuição aos accionistas da sociedade dominada, de títulos, dinheiro, bens ou direitos de qualquer espécie, competindo exclusivamente ao órgão de administração da sociedade incorporante decidir se quer, ou não, afastar os accionistas minoritários da sociedade incorporada (cf. 8 *Del. C.* §253). Este tipo de operação, autorizada em diversos Estados norte-americanos com algumas variantes¹², tem dado azo a decisões judiciais diversas sobre a protecção dos accionistas minoritários (como adiante veremos).

Também o Direito inglês permite, ao abrigo de um *scheme of arrangement* proposto ao tribunal nos termos da *Section 425* do *Companies Act* de 1985¹³, levar a cabo uma fusão com resultados semelhantes ao de uma oferta pública de aquisição (*takeover bid*) prevista nas *Sections 428 a 430F*, com consequente «expulsão» dos accionistas minoritários. O recurso

¹² Na Califórnia vigora a denominada *50/90 rule*. Nos termos do §1101 (e) do *California Corporations Code*, se uma sociedade possuir mais de 50% do capital de outra sociedade, mas menos de 90%, os sócios minoritários desta última não podem receber dinheiro. Uma *cash-out merger* é apenas permitida quando uma sociedade detém, pelo menos, 90% do capital social de outra, ficando em qualquer dos casos sujeita à aprovação do *Commissioner of Corporations*. Desta regra resulta que a sociedade que pretende afastar os sócios minoritários de uma outra, deverá, através da aquisição das participações desta última, obter mais de 90% ou menos de 50% do capital. Note-se, a este propósito, que o direito do Estado da Califórnia é, por oposição ao de Delaware, conhecido pelo seu carácter regulatório e interventivo —já o ordenamento de Delaware é caracterizado pela sua flexibilidade, emergente de um conjunto vasto de precedentes e de uma experiência inigualável dos tribunais. Cf. Oesterle: «The law of mergers...», *op. cit.*, p. 20.

¹³ Nos termos da *section 425* do *Companies Act*, o projecto de acordo ou *scheme of arrangement* entre a sociedade e os seus sócios, ou qualquer classe (incluindo entre os seus credores, em caso de liquidação), deverá ser submetido a tribunal pela sociedade, ou por um membro seu, ao qual compete convocar assembleias de accionistas. *Vide* J. H. Farrar / B.M. Hanningan: «Farrar's Company Law», 4.^a ed., 1998, p. 603; e A. Tunc: «Le droit anglais des sociétés anonymes», 4.^a ed, Paris, 1997, p. 261-262.

¹⁰ Trata-se de uma modalidade bastante utilizada; segundo Armando Gomes, a mais de 90% das ofertas públicas de aquisição realizadas nos EUA e no Reino Unido seguia-se uma *second-step freezeout merger*; A. Gomes: «Takeovers, freezeouts, and risk arbitrage», *Financial Law Institute Working Paper* no. 2001-06, 2001, p. 1.

¹¹ Cf. Fox & Fox: «*Corporate Acquisitions and Mergers*», vol. 1, 2002, p. 23-24.

à *Section 425* apresenta, aliás, diversas vantagens: por um lado, sendo a aquisição proposta ao abrigo de um *scheme of arrangement*, basta que metade dos accionistas, representando 75% ou mais dos votos, votem a favor para o tornar vinculativo para os restantes (*Section 425*, §2), quando, em caso de *takeover*, seriam exigíveis 90% dos votos, incluindo os do adquirente; por outro lado, o recurso a um *scheme of arrangement* permite evitar a complexidade ou morosidade de um processo de *takeover*, em dois ou mais passos, sobretudo nos casos em que a sociedade adquirente não possui, ainda, 90% do capital da sociedade *target*¹⁴.

Nos países de tradição romano-germânica a *cash-out merger* não teve idêntico acolhimento. Aliás, entre os Estados-membros da União Europeia, apenas o ordenamento sueco parece acolher hoje a possibilidade de a contrapartida (*fusionsvederlag*) a entregar os sócios minoritários da sociedade incorporada compreender apenas dinheiro – e mesmo assim, estabelecendo que as participações sociais deverão constituir, pelo menos, metade da contrapartida global a atribuir (cf. *Aktiebolagslagen* (ABL) 2005:551, 23 Kap §2)¹⁵. A tendência dos legisladores europeus pode mesmo caracterizar-se por um recuo justificado na necessidade de adaptação do direito interno dos Estados-membros às disposições da 3.^a Directiva¹⁶ (caso da Grécia, por exemplo,

onde a 3.^a Directiva levaria à aprovação do decreto presidencial no. 498/1987, responsável pela supressão desta modalidade de fusão da lei das sociedades anónimas), mas também por outras razões, entre as quais algum impasse quanto à compatibilidade desta modalidade de fusão com os direitos à propriedade privada e à livre iniciativa económica. A este respeito recorde-se que já o §15 da *Umwandlungsgesetzes* germânica, de 12 de Novembro de 1956, estabelecia um mecanismo simplificado de transmissão global do património (*verschmelzende Umwandlung*) de uma sociedade filha para a sociedade mãe, sempre que aquela fosse detida em 90% ou mais pela última, e sem que aos accionistas minoritários da filha fossem atribuídas participações sociais na sociedade mãe. Este mecanismo viria a ser declarado inconstitucional pelo Tribunal de Düsseldorf e, apesar da decisão do Tribunal Constitucional alemão no acórdão *Feldmühle* de 1962¹⁷ quanto à constitucionalidade do mesmo, o §15 não viria a ter lugar na *Umwandlungsgesetz* de 1969 e de 1994¹⁸. A questão permanece actual¹⁹, porém.

Por fim, não podemos deixar de assinalar a *Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine* (LFus) helvética: trata-se, aparentemente, do único diploma de um legislador europeu que prevê a atribuição, por fusão, aos accionistas da sociedade incorporada, de quantias em dinheiro apenas (*dédommagement*) (art. 8, al. 2), desde que obtido o voto favorável de 90% dos sócios da sociedade incorporada com direito a voto

¹⁴ Farrar / Hanningan: «Farrar's Company Law», *op. cit.*, p. 604-609.

¹⁵ O Direito belga autoriza o pagamento de quantias em dinheiro até ao valor de 20% das participações a entregar, para correcção da relação de troca e eventual negociação pontual com accionistas minoritários. *Vide* G.-A. Dal / M. Van Den Abbele: «Les lignes de force et les principes de la Loi du 29 Juin 1993», in *Le Nouveau Droit des Fusions et des Scissions de Sociétés*, Louvain-la-Neuve, 1994, pp. 35-36.

¹⁶ Terceira Directiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro de 1978 baseada no art. 54.^o, parágrafo 3, letra g), do Tratado e relativa à fusão de sociedades anónimas (JOCE N.^o L-295, 36-43, de 20 de Outubro de 1978). Relembre-se que esta define a fusão por incorporação como «a operação pela qual uma ou várias sociedades, por meio de uma dissolução sem liquidação, transferem para outra todo o seu património activo e passivo, mediante a atribuição aos accionistas da ou das sociedades incorporadas de acções da sociedade incorporante e, eventualmente, de uma quantia em dinheiro não superior a 10 % do valor nominal das acções assim atribuídas ou, na falta de valor nominal, do seu valor contabilístico» (art. 3.^o, n.^o 1). Este limite de 10%, por seu turno, foi importado da legislação alemã (art. 344 §2 da AktG, hoje revogado). *Vide*, designadamente, P. Van Ommeslaghe: «La proposition de troisième directive sur l'harmonisation des fusions de sociétés anonymes», in *Quo Vadis, Ius Societatum?, Liber Amicorum Pieter Sanders*, Deventer, 1972, p. 123 e segs (p. 138); O. Loy: «La troisième directive du Conseil des Communautés européennes du 9 octobre 1978 concernant les fusions des sociétés anonymes», in

Revue Trimestrielle de Droit Europeen, 1980, p. 254 e segs (p. 359). Sobre bibliografia adicional acerca da 3.^a Directiva, remetemos para: M. E. Godinho / J. Bettencourt: «Alterações à disciplina legal da fusão e da cisão de sociedades no Código das Sociedades Comerciais», in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, no. 15, Setembro-Dezembro 2006, p. 15-30 (em especial, p. 16, n. 5).

¹⁷ BVerfGE 14, 263 (*Feldmühle-Urteil*), disponível em <http://www.oefre.unibe.ch/law/dfr/bv014263.html#Rn003>. Sobre esta, consultar A. Menezes Cordeiro: «Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total (artigo 490, n.^o 3, do Código das Sociedades Comerciais)» in *Boletim do Ministério da Justiça*, n. 480, Novembro 1998, p. 5 e segs. (p. 17-19).

¹⁸ O direito alemão conserva dois mecanismos de aquisição potestativa —o *Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss*—AktG §§317-327— e o *Ausschluss von Minderheitsaktionären*—AktG §§327a a 327f.

¹⁹ Cf. «A modern regulatory framework for company law in Europe: report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids», Bruxelas, 2002 – também conhecido por *Winter report* por referência ao presidente do grupo de trabalho, Jaap Winter – que, a propósito de operações de «squeeze-out», declarou «[t]he Group will consider such mergers in the second part of its mandate» (p. 55).

(art. 18, al. 5). O fundamento, segundo o *Rapport Explicatif* ao anteprojecto do diploma, está em fazer prevalecer «le principe de la liberté contractuelle en cas d'accord de l'ensemble des associés, et permet de transférer par voie de succession à titre universel le patrimoine d'un sujet dans le cadre d'une opération de fusion, tout en renonçant au principe de la continuité du sociétariat»²⁰.

3 · POSSÍVEIS MECANISMOS DE CASH-OUT NO DIREITO SOCIETÁRIO PORTUGUÊS

3.1 · A entrega de quantias em dinheiro

Dispõe o art. 97.º, n.º 5, do CSC que, para «[a]lém das partes, acções ou quotas da sociedade incorporante ou da nova sociedade referidas no número anterior, podem ser atribuídas aos sócios da sociedade incorporada ou das sociedades fundidas quantias em dinheiro que não excedam 10% do valor nominal das participações que lhes forem atribuídas».

O princípio geral em matéria de fusões diz-nos que por mero efeito da fusão (art. 112.º, alínea b) do CSC), os sócios minoritários da sociedade incorporada tornam-se sócios da sociedade incorporante, recebendo participações na última por troca das participações que possuíam na sociedade incorporada. Neste contexto, o pagamento de quantias em dinheiro pode traduzir um sucedâneo das participações a que tinham direito.

Urge, pois, esclarecer se a atribuição das quantias em dinheiro até ao referido limite possibilita o afastamento dos sócios minoritários da sociedade incorporada por efeito da fusão.

a) Limitações relativas à atribuição de quantias em dinheiro

Da interpretação do art. 97, n.º 5, do CSC, não resulta claro se o limite de dez por cento nele estabelecido diz respeito ao valor nominal total das acções a entregar aos accionistas da sociedade incorporada, ou ao valor nominal agregado das acções a entregar a cada sócio da sociedade incorporada²¹.

Segundo Ventura, este preceito deve ser interpretado com referência às acções a entregar a todos os sócios, por forma a alargar a utilidade do mesmo, admitindo-se mesmo que, mediante a atribuição daquelas quantias, seja possível beneficiar aqueles sócios que não têm direito a receber participações na sociedade incorporante, ou corrigir e aligeirar a relação de troca, quando necessário²². É de resto conhecido o problema dos direitos parciais e dos direitos de redução ou de incorporação cuja existência é discutida pela doutrina, e que resultam, não raras as vezes, de operações de redução e aumento de capital²³. No caso específico da fusão, a questão coloca-se, sobretudo, nos casos em que um accionista não tem, por aplicação da relação de troca, direito a receber uma acção inteira na sociedade incorporante. Para outros, aquele limite deve ser aferido em função das participações a atribuir a cada accionista, por ser esta a única interpretação que impede o afastamento de alguns accionistas através da entrega de quantias em dinheiro²⁴.

Antes de procedermos à análise desta questão, esclareça-se que aquele limite de dez por cento refere-se ao valor nominal, e não ao valor contabilístico, das participações a entregar²⁵. Refira-se ain-

tico deveu-se ao facto de, em alguns Estados-membros, serem admitidas de acções sem valor nominal –casos da Bélgica e do Luxemburgo.

²² Raúl Ventura: «Fusão, cisão, transformação de sociedades...», *op. cit.*, p. 85-87, 260; «Adaptação do Direito português à terceira directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia relativa às fusões das sociedades por acções», in *Documentação e Direito Comparado*, n.º 4, 1980, págs. 183 e segs (p. 196). Vide sobre esta questão no direito comunitário e para ordenamentos estrangeiros, P. Van Ommeslaghe: «La proposition de troisième directive...», *op. cit.*, p. 128; J.-P. Bertrel / M. Jeantin: «Acquisitions et fusions des sociétés commerciales (aspects juridiques de l'ingénierie financière)», Paris, 1989, p. 330-331; A. Perez Troya: «La tutela del accionista en la fusión de sociedades», Madrid, 1998, p. 223; G. G. Pettarin: «Acquisizione, fusione e scissione di società», Milano, 1992. p. 95.

²³ Sobre o problema dos direitos parciais ou restos, v. Raúl Ventura: «Fusão, cisão, transformação de sociedades...», *op. cit.*, p. 87; C. Osório de Castro: «Valores mobiliários: conceito e espécies», Lisboa, 1998, p. 252; P. Pais de Vasconcelos: «Direitos inerentes e direito subjectivo», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, no. 4, Coimbra, Janeiro-Abril 1999, p. 28; Amadeu J. Ferreira: «Direito dos valores mobiliários», Lisboa, 1997, p. 206-209.

²⁴ D. COSTA GONÇALVES; «Fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais: a posição jurídica dos sócios e a delimitação do statuto vitae», Coimbra, 2008, p.172-173, e n. (379).

²⁵ Raúl Ventura: «Adaptação do Direito português à terceira directiva...», *op. cit.*, p. 196. Numa leitura preliminar, pode inferir-se nesta sede a intenção, tanto do legislador comunitário como do legislador nacional, em não transformar a entrega de quantias em dinheiro num instrumento de aquisição, pois o limi-

²⁰ «Rapport Explicatif concernant l'avant-projet de loi fédérale sur la fusion, la scission et la transformation de sujets (loi sur la fusion)», Novembro 1997, p. 28.

²¹ A 3.ª Directiva estabeleceu este limite em «10% do valor nominal das acções assim atribuídas ou, na falta do seu valor nominal, do seu valor contabilístico». Segundo Loy: «La troisième directive...», *op. cit.*, p. 359, a referência ao valor contabilís-

da, que o total das acções a atribuir deverá fundar-se em valores objectivos da relação de troca e dos patrimónios das sociedades intervenientes que lhe servem de base.

b) Consentimento dos sócios afectados

A título prévio, notamos que a atribuição de quantias em dinheiro não pode, pura e simplesmente, ser imposta pela sociedade incorporante que controle a sociedade incorporada. Tal vontade esbarra desde logo com a limitação imposta pelo art. 104.º, n.º 1, do CSC que dispõe que uma sociedade, que possui participação no capital de outra, «*não pode dispor de número de votos superior à soma dos que competem a todos os outros sócios*». O escopo desta disposição é evidente; pretende evitar que uma das sociedades intervenientes na fusão venha a dominar este processo por força da participação que detém na outra.

Pode suceder, porém, que a aprovação de um projecto de fusão contemplando a entrega de quantias em dinheiro em percentagem – cujo pagamento, na prática, resulta na *expulsão* de um ou mais sócios da sociedade incorporada – receba a aprovação de alguns sócios da sociedade incorporada. Engrácia Antunes nota, neste âmbito, que, a existência de sócios minoritários favoráveis a esta operação, «*desde que representativos de fracções superiores a 11,7% e 12,5%, respectivamente, expõe inelutavelmente os restantes sócios minoritários à extinção compulsiva das respectivas participações*»²⁶.

Haverá, no entanto, que ressaltar que os pagamentos a efectuar deverão abranger todos os sócios da sociedade incorporada, tenham ou não votado a favor da proposta, por força do princípio da igualdade, e do disposto no art. 103, n.º 1, alínea c), do

CSC, que requer o consentimento dos sócios afectados quando «*alterar a proporção das suas participações sociais em face dos restantes sócios da mesma sociedade, salvo na medida em que tal alteração resulte de pagamentos que lhes sejam exigidos para respeitar disposições legais que imponham valor mínimo ou certo de cada unidade de participação*». Assim o exige o respeito pela posição económica e social dos sócios da sociedade incorporada, no prisma da paridade interna dos mesmos entre si, no seio da sociedade incorporante – atento, naturalmente, o valor do património transmitido para esta última e a participação da sociedade incorporante no capital social da sociedade incorporada.

Posto isto, concluir-se-á que o art. 103.º do CSC não se limita a consagrar uma protecção colectiva, não individual, dos sócios da sociedade incorporada, ou, como alguns entendem, a meramente acautelar a «*manutenção da posição económica do sócio, situando-se a tutela já num plano quantitativo*»²⁷. Pelo contrário, exige o consentimento de cada sócio afectado em caso de desrespeito pela respectiva posição face aos restantes accionistas da sociedade incorporada²⁸.

c) Impossibilidade de entrega de acções

Podemos colocar a hipótese de a entrega de quantias em dinheiro visar, exclusivamente, compensar os accionistas minoritários que, por força da relação de troca, não terão direito a receber uma acção inteira. Teoricamente, trata-se de um aspecto relevante dado que, em situações de grande *desequilíbrio* entre os patrimónios da sociedade incorporada e da sociedade incorporante, os sócios minoritários

te nominal não bastará, por regra, para impedir os sócios minoritários da sociedade incorporada de adquirem a quase totalidade das participações da sociedade incorporante que, por efeito da fusão, devem receber. O limite de dez por cento do valor nominal impede, deste modo, a qualificação deste mecanismo como retributivo. Cf., E. J. Lázaro Sanchez in *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (I. Arroyo / J.M. Embid Irujo, dirs.), vol. III, Madrid 2001, p. 2370; Perez Troya: «La tutela...», *op. cit.*, p. 223, n. (171). Por outro lado, a referência ao valor nominal pode representar um obstáculo aos objectivos visados pela atribuição destas quantias tendo em vista a obtenção da paridade interna dos sócios (Perez Troya, *op. cit.*, 1998, p. 222).

26 J. Engrácia Antunes: «O artigo 490.º CSC e a lei fundamental: «Propriedade Corporativa», Propriedade Privada, Igualdade de Tratamento» in: *Estudos em Comemoração dos Cinco Anos (1995-2000) da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, Coimbra, 2001, pp. 147-276 (p. 225, n. (165)).

27 J. Vasconcelos: «A cisão de sociedades», Lisboa, 2001, p. 177. Defende a Autora esta interpretação por confronto com o art. 127.º do CSC que, em matéria de cisões, determina que «[s] alvo acordo diverso entre os interessados, os sócios da sociedade dissolvida por cisão-dissolução participarão em cada uma das novas sociedades na proporção que lhes caiba na primeira». O escopo desta norma parece, no entanto, distinto do art. 103.º; com efeito, citando Raúl Ventura, «[p]ode [...] suceder que nem todos os sócios estejam interessados nessa igualdade, designadamente, uns sócios podem estar interessados apenas numa das sociedades beneficiárias e outros noutras, tendo talvez até sido essa uma das razões da cisão» («Fusão, cisão, transformação de sociedades...», *op. cit.*, p. 404). Neste sentido, trata-se de uma especificidade própria da cisão-dissolução que está na origem deste preceito, daí não sendo possível concluir, *a contrario*, pela inexistência de um princípio de manutenção da posição qualitativa dos sócios em caso de fusão.

28 J. Vasconcelos: «A cisão...», *op. cit.*, p. 177. Em sentido aparentemente contrário, vide D. Costa Gonçalves: «Fusão, cisão e transformação...», p. 177 e segs, em especial p. 180.

daquela podem não chegar a ter direito a receber uma acção inteira.

Tem-se entendido, porém, que nas situações em que, por aplicação da relação de troca, um accionista da sociedade incorporada não tem direito a receber uma acção da sociedade incorporante, o mesmo mantém o direito a uma *parte* ou *fracção* da mesma, qual, não conferindo direito a lucros ou a participar em assembleia geral, é susceptível de alienação autónoma e assegura a manutenção de uma fracção do capital social da sociedade incorporante tendo em vista um eventual agrupamento da mesma com outras partes ou fracções de outros accionistas²⁹.

Assim sendo, também a atribuição de quantias em dinheiro visando compensar os sócios da sociedade incorporada que não têm direito a receber uma participação inteira nos remete para a *extinção* da posição do accionista, ficando, por isso, condicionada ao consentimento dos sócios afectados.

d) Conclusão: princípios que regem o pagamento de quantias em dinheiro

Parece assente que a atribuição, no processo de fusão, de quantias em dinheiro aos accionistas minoritários da sociedade incorporada, deve obedecer aos princípios de igualdade, proporcionalidade e continuidade do accionista.

Com efeito, havendo *troca* de participações, esta pressupõe, essencialmente, a equivalência de posições jurídicas – este é, pois, o fundamento subjacente da troca de participações enquanto elemento da fusão³⁰. Por outro lado, perante os dois potenciais sentidos da atribuição daquele limite de dez por cento – provocar a saída de accionistas ou faci-

litar o ajuste da relação de troca – parece ser a ideia de ajustamento que está presente, não apenas como *compensação económica*, mas sobretudo, enquanto *faculdade niveladora de diferenças*³¹, autorizando, quando necessário, o favorecimento de accionistas que de outra forma não teriam direito a receber uma acção inteira.

Assim, no quadro normativo actual português, bem sintetizado por Raul Ventura, «o interesse dos outros sócios em proceder à fusão não tem força bastante para afastar da sociedade quem nela queira continuar, quer se trate de pura perda do direito, quer lhe acenem com uma contrapartida em dinheiro», pois «nem interessa distinguir se o sócio puramente é afastado ou apenas perde uma parte da sua participação, pois a maioria não pode, no seu interesse, reduzir a participação de um sócio»³². A distorção da relação de troca, com *sacrifício* pontual do interesse de alguns sócios, será somente admitida, excepcionalmente, para assegurar a paridade interna entre os sócios ou correcções pontuais – nunca para afastamento de sócios.

3.3- A aquisição tendente ao domínio total

a) *Mecanismo da aquisição*³³

O instituto da aquisição tendente ao domínio total previsto no art. 490.º do CSC, integra, sistematicamente, o capítulo do CSC relativo às relações de grupo por domínio total, e tem como finalidade permitir à sociedade dominante adquirir as participações dos sócios livres, e, em consequência dessa aquisição, o domínio total da sociedade participada. Corresponde, portanto, a um *mecanismo jurídico instrumental e coadjuvante de grupos de sociedades por domínio total superveniente*³⁴, levado a cabo na fase

29 Raúl Ventura: «Fusão, cisão, transformação de sociedades...», *op. cit.*, p. 87. Na doutrina estrangeira, Perez Troya: «La tutela...», *op. cit.*, p. 227-228. Em sentido contrário à criação de direitos autónomos parciais, A. Soares: «Direitos inerentes a valores mobiliários», in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. I., Coimbra, 1999, p. 159-160.

30 Veja-se, por exemplo, a lei espanhola das sociedades anónimas que expressamente prevê no art. 247.º, e sob a sugestiva epígrafe «*continuidad en las participaciones*», que os sócios da sociedade incorporada recebem um número de acções *proporcional* às que detinham, e que, sendo conveniente para ajustar a relação de troca, poderão receber, «*además*», uma compensação em dinheiro que não exceda 1/10 do valor nominal das acções emitidas. Sobre o princípio da igualdade na determinação da relação de troca, v. Martin Lutter: «Umwandlungsgesetz Kommentar», Köln, 1996, p. 116, e A. Perez Troya: «La determinación del tipo de canje en la fusión de sociedades», Madrid, 1998, p. 101 e segs.

31 Lázaro Sánchez, *op. cit.*, p. 2369.

32 Raúl Ventura: «Fusão, cisão, transformação de sociedades...», *op. cit.*, p. 87.

33 Sobre esta figura, *vide*, entre outros, Menezes Cordeiro: «Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio Total», *op. cit.*, p. 5 e segs.; J. Engrácia Antunes: «A aquisição tendente ao domínio total...», *op. cit.*, e «Os grupos de sociedades: estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária», 2.ª ed., Coimbra, 2002, em especial p. 869 e segs.; J. M. Coutinho de Abreu / A. Soveral Martins: «Grupos de sociedades: aquisições tendentes ao domínio total», Coimbra, 2003; Raúl Ventura: «Estudos vários sobre sociedades anónimas: comentário ao Código das Sociedades Comerciais», Coimbra, 1992, p. 161-162; L. Brito Correia, «Grupos de sociedades», in *Novas Perspectivas do Direito Comercial*, Coimbra, 1988, p. 396 e segs.

34 Cf. Engrácia Antunes: «A aquisição...», *op. cit.*, p. 19-21, 27-28.

terminal de um processo de concentração societário, afim dos consagrados, por exemplo, nos ordenamentos alemão (*engliederung*), inglês (*compulsory acquisition*), francês (*offre de retrait*) e norte-americano (*squeeze-out*).

De acordo com o art. 490.º do CSC, a sociedade (anónima, por quotas ou em comandita por acções) que, directa ou indirectamente (nos termos do art. 483.º, n.º 2, do CSC) disponha de participação correspondente a, pelo menos, 90% do capital social de outra sociedade, deverá comunicar esse facto a este no prazo de 30 dias após atingido aquele limite (n.º 1). Após essa comunicação, e no prazo de seis meses a contar da mesma, a sociedade dominante poderá fazer uma oferta de aquisição das participações dos sócios livres, mediante o pagamento de contrapartida em dinheiro ou em quotas, acções ou obrigações suas – devendo esta contrapartida ser justificada por relatório de revisor oficial de contas independente, o qual deve ser registado e *patenteado* aos interessados nas sedes das sociedades (n.º 2). Se a sociedade dominante não fizer, oportunamente, a oferta, 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 (n.º 5). 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 (n.º 6).

A aquisição tendente ao domínio total constitui, pelo exposto, um verdadeiro *direito potestativo* à aquisição – uma vez que a aquisição opera *ipso iure* uma vez preenchidos os requisitos acima referidos³⁵ – distinto de outros processos contratuais de aquisição de participações sociais conduzidos ao abrigo da liberdade contratual de celebração e conformação dos negócios jurídicos.

b) Possível cruzamento da aquisição tendente ao domínio total com a fusão

Numa análise apressada, poder-se-ia admitir o cruzamento desta figura com a fusão, tendo em vista a construção, funcionalmente orientada, de um mecanismo de *cash-out* por fusão.

Infelizmente, verificam-se profundas e insupríveis diferenças entre as duas figuras. Desde logo, em termos conceptuais: enquanto a aquisição tendente ao domínio total é, como o nome indica, um negócio jurídico unilateral da sociedade dominante, destinado a assegurar o domínio total da sociedade dominada, inserida no contexto das relações de grupo, a fusão reporta-se já, num contexto mais vasto, à unificação total (pessoal e patrimonial) das sociedades comerciais, e todas as consequências daí resultantes para os respectivos sócios e credores – daqui resulta, por exemplo, uma profunda diferença em matéria de fixação de contrapartidas. Por outro lado, os fins e preocupações distintos em que assentam originam inevitáveis incompatibilidades procedimentais, em especial no que se refere aos requisitos e limites respectivos: afinal, sendo a aquisição potestativa do art. 490.º do CSC, um negócio jurídico unilateral da sociedade dominante, não se exige senão decisão da respectiva administração nesse sentido, dispensando-se a consulta tanto dos sócios da sociedade dominante (por não ser da sua competência), como dos sócios da sociedade dominada (sen perjuízo das competências dos sócios das sociedades por quotas). Inversamente, a fusão depende, com excepção da modalidade simplificada prevista no art. 116.º do CSC, de deliberação favorável dos sócios das sociedades intervenientes (cf. artigos 98.º, n.º 1, e 100.º, n.º 2, do CSC). *Last but not least*, não podemos deixar de assinalar uma incompatibilidade lógica severa: com efeito, e seguindo a lógica expressa por Raul Ventura a propósito do direito de exoneração previsto no art. 28.º da 3.ª Directiva, a aquisição potestativa efectuada antes da fusão, torna inaplicável uma *cash-out merger* dado que a sociedade incorporante ficou com a totalidade do capital social da sociedade incorporada; por outro lado, efectuada a fusão, deixa de ser possível lançar mão do mecanismo de aquisição potestativa dado que os accionistas da sociedade dominada receberam, entretanto, acções da sociedade incorporante, relativamente às quais esta não pode exercer a faculdade prevista no art. 490.º³⁶. Restar-nos-á, assim, uma

35 Neste sentido, Engrácia Antunes: «A aquisição...», *op. cit.*, p. 27. Por outras palavras, a aquisição potestativa opera os seus efeitos por mera declaração unilateral da sociedade adquirente e sem necessidade de *colaboração* dos sócios livres, que se encontram num estado de *sujeição* (relativamente ao qual remetermos para J. Oliveira Ascensão: *Teoria Geral do Direito Civil*, vol. IV, Lisboa, 1993, p. 166 e segs.; e L. Carvalho Fernandes: «Teoria Geral do Direito Civil», vol. II, Lisboa, 1996, p. 459 e segs.

36 «Adaptação do Direito português à terceira directiva...», *op. cit.*, p. 238

aquisição potestativa por fusão – esta, como vimos porém, esbarra com os limites impostos a eventuais pagamentos em dinheiro.

c) Significado da opção legislativa

Segundo Engrácia Antunes, a opção do legislador português em matéria de *cash-out mergers* justifica-se precisamente por «no quadro global do sistema jurídico-societário português, ser já possível encontrar uma figura susceptível de desempenhar a mesma função e conduzir a idêntico resultado – a norma do art.º 490.º: com efeito, a faculdade atribuída pela lei às sociedades detentoras de participações intersocietárias iguais ou superiores a 90% de exigir a aquisição compulsiva das participações minoritárias sempre permitirá às primeiras realizar em termos análogos qualquer desiderato de fusão por incorporação de sociedade quase totalmente dominada, bastando que para tal lancem mão de uma aquisição tendente ao domínio total. Desta perspectiva, pode afirmar-se que a figura da aquisição tendente ao domínio total, prevista pelo legislador no art.º 490.º representa um mecanismo funcionalmente equivalente ao previsto pelo legislador comunitário [...]»³⁷.

Na mesma linha, sustentava Raul Ventura que, «desde que a sociedade titular de 90% ou mais do capital da sociedade dominada tem o poder de adquirir as acções dos chamados sócios livres – tal como estes têm o direito de fazer adquirir as suas quotas ou acções, inclusivamente, mediante troca com acções da dominante – a fusão das duas sociedades perde interesse. Não fica impedida, todavia, podendo a incorporante efectuar-la, antes de ter adquirido as acções dos sócios livres ou depois de tal aquisição, beneficiando, neste último caso, das dispensas permitidas pelo art.º 116.º CSC»³⁸. Vejamos, porém, se não existe uma solução melhor.

4 · SOLUÇÕES DE LEGE FERENDA: A CONSAGRAÇÃO DE UMA CASH-OUT MERGER NO DIREITO SOCIETÁRIO PORTUGUÊS

4.1 · Considerações iniciais

Embora se afigure possível proceder à execução de uma aquisição tendente ao domínio total seguida da

fusão, por incorporação, da sociedade dominada, pensamos que a *cash-out merger* não perde utilidade. Pelo contrário, não podemos deixar de sustentar a utilidade e economia de um eventual cruzamento das duas figuras no *quadro global do sistema jurídico-societário português*. Com efeito, porquê exigir que uma sociedade proceda a uma aquisição tendente ao domínio total – por si só, morosa e complexa – para, posteriormente, iniciar um novo processo, igualmente moroso e complexo, se isoladamente, o legislador reconheceu já como úteis os mecanismos de *expulsão de minoritários* e de simplificação da fusão? E afinal, não prossegue também este mecanismo fins semelhantes ao da liquidação por transmissão global de património da sociedade dependente, prevista no art. 148.º do nosso CSC, que *depende*, igualmente, da vontade do sócio maioritário? Efectivamente, e como ensina Raul Ventura, a sociedade dominante, enquanto accionista maioritária, «[d]ispondo de tão grande maioria na sociedade dependente, [...] poderia dissolver aquela e liquidá-la, recebendo os sócios minoritários o valor correspondente às suas quotas ou acções»; e afinal foi por ser «[a] vessa à dissolução total, que desperdiça o valor económico da sociedade» que o legislador se inclinou, na aquisição tendente ao domínio total, «para uma dissolução parcial, atenuada, como nos outros referidos casos, pela aquisição da participação, mediante o valor que dessa dissolução resultaria»³⁹. Tratam-se de argumentos que, em nosso entender, se aplicam *tout court* na defesa da *cash-out merger*.

Por outro lado, sendo verdade que a nossa disciplina jurídica da fusão é fruto de uma cuidadadosa reflexão sobre os direitos dos sócios, parece-nos que as preocupações do legislador a esse respeito são aplacadas em situações diversas (veja-se, por exemplo, o caso das fusões simplificadas), e podem ser adequadamente cobertas pela generalidade das regras que regulam a determinação e a correcção do preço a pagar em aquisições potestativas. Parece-nos mesmo que faz hoje menos sentido invocar especiais cuidados do legislador em matéria de protecção dos accionistas minoritários da sociedade incorporada no contexto da fusão quando, na sua actual redacção, o art. 116.º do CSC viabiliza uma fusão por incorporação de uma sociedade detida em 90% ou mais (mas não na totalidade) na sociedade dominante, com dispensa de assembleias

³⁷ Engrácia Antunes: «A aquisição...», *op. cit.*, p. 93-94, e n. (176) (itálico nosso).

³⁸ Raúl Ventura: «Fusão, cisão, transformação de sociedades...», *op. cit.*, p. 309 (itálico nosso). No mesmo sentido, Horta Osório: «Da tomada do controlo de sociedades...», *op. cit.*, p. 170.

³⁹ Raúl Ventura: «Estudos vários sobre sociedades anónimas...», *op. cit.*, p. 168 (itálico nosso).

gerais e do exame e relatórios de revisores oficiais de contas independentes, e tendo os sócios minoritários eventual direito de exoneração (que, notamos com enorme perplexidade, depende da prévia deliberação desfavorável dos mesmos relativamente ao projecto de fusão, a emitir numa assembleia geral cuja convocação é apenas autorizada a accionistas detentores de, pelo menos, 5% do capital social da sociedade incorporada...).

Naturalmente que um eventual cruzamento destas figuras não pode ser concebido de forma a operar por mero transporte; a aquisição tendente ao domínio total, recorde-se, tem como escopo a obtenção do domínio total da sociedade participada. Mas a aquisição tendente ao domínio total não esgota o elenco de mecanismos potestativos possíveis no direito societário. Certo é que o mesmo legislador que autoriza o mais – a obtenção do domínio total, e seguidamente, a fusão por incorporação da sociedade dominada – deve, em coerência, autorizar o menos – a obtenção do controle total e mediato, da empresa explorada pela sociedade participada, através da respectiva incorporação na sociedade dominante e o pagamento de adequada contrapartida aos sócios minoritários daquela. Tudo o mais dependerá de opções técnico-jurídicas, nesta sede secundárias.

4.2 · A cash-out merger e o conceito de fusão

a) O elemento atributivo da fusão

A consagração de uma *cash-out merger* no nosso ordenamento implica, no entanto, uma tomada de posição sobre a qualificação, ou não, desta operação como verdadeira fusão⁴⁰. Com efeito, grande parte da doutrina, bem resumida por Raul Ventura, considera assente que «[i]ndispensável é também que as pessoas que formavam o substracto pessoal das sociedades participantes formem o substracto pessoal da sociedade final»⁴¹, algo que não se verificará na modalidade de fusão em análise.

A título prévio, esclareça-se que a continuidade dos accionistas não é assegurada, somente, pela atribui-

ção de acções – sejam elas acções próprias detidas em carteira pela sociedade incorporante, sejam elas novas acções emitidas em aumento de capital para execução da fusão. Nas palavras de Perez Troya, «la entrega de acciones de esta a los socios de las extinguidas no es un rasgo consustancial de la operación o principio en sí mismo sino solo una de las manifestaciones posibles de ese amplio presupuesto»⁴². Por outro lado, a continuidade dos sócios, enquanto elemento fundamental para a qualificação da operação, opera *ipso iure* com o registo da fusão (art. 112.º, alínea b), do CSC). Por fim, tem sido assumido, por alguma doutrina, que o elemento atributivo apenas surge como efeito necessário da fusão sempre que «não exista uma relação de dependência absoluta entre as sociedades participantes»⁴³. Analisemos, em detalhe, estes aspectos.

b) Princípio da continuidade dos accionistas

Não sendo a atribuição de participações um elemento fundamental da fusão sempre que a continuidade dos sócios da sociedade incorporada no seio da sociedade incorporante esteja já assegurada, focar-nos-emos nas fusões onde a própria continuidade daqueles é posta em causa.

Podem levantar-se, nesta sede, diversas hipóteses. Veja-se, por exemplo, a fusão por incorporação de sociedade sem activo líquido (isto é, uma fusão na qual o activo da sociedade incorporada resulta, depois de uma avaliação do mesmo, inferior ao passivo, pelo que no cômputo geral, não há lugar à transmissão de um património positivo para a sociedade incorporante). Ora, não havendo activo líquido não há *entrada*, em sentido lato⁴⁴. Fala-se, a este respeito, em fusão inviável⁴⁵ ou em operações *equiparadas à fusão*⁴⁶.

⁴² Perez Troya: «La tutela...», *op. cit.*, p. 149.

⁴³ Por exemplo, Perez Troya: «La tutela...», *op. cit.*, p. 149-150; J.-J. Daigre: «La dissolution d'une filiale à 100% est une fusion: a propos de l'article 1844-5, alínea 3, du Code civil», in *La Semaine Juridique*, n. 1, 6 janvier 1993, I, p. 7.

⁴⁴ Concordamos com Raúl Ventura quando se opõe à utilização da expressão *entrada* ou *apport*, tal e qual como no aumento de capital. A fusão, efectivamente, tal como é hoje concebida, não implica uma entrada, mas sim uma transmissão global - sem prejuízo da necessidade de se apurar o valor real dessa entrada e da aplicação de outras normas tais como a da proibição de emissão de acções abaixo do par («Fusão...», *op. cit.*, p. 239-240).

⁴⁵ Ventura: «Fusão...», *op. cit.* p. 274.

⁴⁶ Cf. P. Van Ommeslaghe: «La réforme des fusions et scissions de sociétés en droit belge», in *Le droit des affaires en évolution*, vol. 1, 1992, p. 124; Dal / Abelle: «Les lignes de force...», *op. cit.*, p. 21, 29 e 32-33.

⁴⁰ Vide, sobre a delimitação do conceito de fusão na doutrina nacional, A. Menezes Cordeiro: «Manual de Direito das Sociedades» vol. I, Das sociedades em geral, Coimbra, 2004, p. 784 r drhd.; J. H. Pinto Furtado: «Curso de Direito das sociedades», 5.ª ed., 2004, p. 554-555; L. M. T. Menezes Leitão: «Fusão, cisão de sociedades e figuras afins», in *Fisco*, n. 57, Setembro 93, ano 5, p. 22.

⁴¹ Raúl Ventura: «Fusão...», *op. cit.*, p. 15.

Não obstante, entendemos que a necessidade de se atribuir um valor positivo à sociedade incorporada não é absoluta e muito menos servirá para delimitação do conceito de fusão; com efeito, a existência de um activo líquido positivo na sociedade incorporada é necessário na medida em que do mesmo depende a emissão de novas acções e a determinação da relação de troca. Nada nos diz, porém, relativamente a situações onde a continuidade do accionista da sociedade incorporada está já assegurada de início (fusão por incorporação de sociedade totalmente detida) ou em que o mesmo renuncia à sua qualidade de accionista (veja-se, por exemplo, em caso de exercício do direito de exoneração previsto no n.º 4 do art. 116.º do CSC). Finalmente, entendemos não ser possível afastar da reflexão sobre o conceito de fusão, a necessidade de, em situações excepcionais, a mesma comportar um mecanismo que permita, por exemplo, a incorporação de sociedades cujo património, depois de avaliado, tem um valor negativo (seja por razões fiscais, para salvar uma sociedade participada da ameaça de falência ou de uma liquidação inevitável)⁴⁷.

c) A cash-out merger e a 3.ª Directiva

Atendendo a alguma dificuldade em identificar uma posição estável da doutrina relativamente à essencialidade do elemento atributivo na delimitação do conceito de fusão, haverá que regressar à 3.ª Directiva, por ser este o diploma que positivou a definição de fusão adoptada pelos ordenamentos europeus.

Recorde-se que, para além de duas modalidades de fusão simplificada – previstas nos art. 24.º a 29.º – a Directiva cuidou, ainda, de «*alargar as garantias previstas a favor dos sócios e de terceiros, no quadro do processo de fusão, a certas operações jurídicas que, em certos pontos essenciais, têm características análogas às da fusão, a fim de que esta protecção não possa ser iludida*»; esta é a justificação expressa no oitavo considerando preambular da Directiva. Especifica-

mente o capítulo V vem autorizar, entre outros aspectos, a aplicação da disciplina da fusão a operações de fusão que contemplam o pagamento de quantias cujo valor agregado exceda dez por cento do valor nominal das acções a atribuir ou, na falta de valor nominal, do seu valor contabilístico (cf. art. 3.º, n.º 1).

Que operações são estas? O diploma comunitário parece considerá-las como meras *outras operações equiparadas* – assim as designa na epígrafe ao capítulo V. A terminologia não ofusca, porém, a abertura do diploma comunitário a operações daquela natureza; de facto, se as mesmas traduzissem um desvio inadmissível ao conceito de fusão que se pretende impor nos Estados-membros, o art. 30.º, a existir, inclui algo mais do que uma autorização vasta e incondicional.

Neste contexto, são diversos os autores – como Mascardi, Iannuzzi ou Ventura⁴⁸ – que entendem que a 3.ª Directiva pretendeu que os Estados-membros regulamentassem a fusão a partir daquilo que ela própria define como tal, i.e., a transmissão a título universal do património de uma sociedade, mediante a atribuição de participações da sociedade incorporante e quantias em dinheiro não excedendo aquele limite de dez por cento. Trata-se de uma leitura aparentemente sufragada pelo próprio relatório *Winter* do *High Level Group of Company Law Experts* e, como atrás vimos, pela generalidade dos ordenamentos dos Estados-membros.

Uma segunda leitura, de autores como Van Ommeslaghe, Michaelpoulos, Banet, De Acutis ou Fernández del Pozo, sustenta que a 3.ª Directiva não só não impede a plena equiparação, nos ordenamentos dos Estados-membros, destas operações *equiparadas*, como deixou àqueles Estados-membros o papel derradeiro na definição do que deve, ou não, ser regulamentado como fusão⁴⁹.

⁴⁷ Cf., a este respeito, Y. Guyon: «Droit des affaires: droit commercial general et sociétés», t. I., 1986, p. 604; Dal / Abelle: «Les lignes de force...», *op.cit.*, p. 33-34; R. Schwedhelm: «Die Unternehmensumwandlung, Unternehmensform / Umwandlungsrecht», 4, überarb. Aufl. 2002, p. 6; M. Iannuzzi: «Osservazioni sul progetto di direttiva concernenti le fusioni», in *Rivista delle società*, Anno XVI, fasc. 5-6, (Settembre-Dicembre), Milano, 1971, p. 984 e segs. (p. 990).

⁴⁸ Cf. M. Iannuzzi: «Osservazioni...», *op. cit.*, p. 991 (embora discordando do critério de definição da fusão com recurso a este limite); F. Mascardi: «La fusione di società nel diritto comunitario», in *Rivista delle società*, fasc. 6, Milano, 1991, p. 1721 e segs. (p. 1743, n. (41)); Raúl Ventura: «Fusão...», *op. cit.*, p. 258-260; «Adaptação...», *op. cit.*, p. 196, 239-240.

⁴⁹ P. Van Ommeslaghe, «La proposition...», *op. cit.*, p. 128-129; G. Michaelpoulos: «La fusion par rachat des sociétés anonymes: une particularité du droit héliénique au regard des autres droi nationaux en Europe», in *Revue des Sociétés*, 1986, n. 1, p. 219-220; M. De Acutis: «La Terza direttiva CEE in materia di società per azioni», in *Rivista di Diritto Civile*, Ano XXV, 1979, p. 302-303; L. Fernández Del Pozo: «La cesión global de sociedades anónimas (arts. 266 LSA y 246 RRM). Un caso de incorrec-

Chegados a este ponto na questão da delimitação do conceito de fusão, recordemos as palavras de Raul Ventura quanto às opções que se nos deparam: doravante, «ou se parte da figura da fusão e se especificam operações que nela não se incluem por falta de alguns dos respectivos elementos, ou se parte de um círculo, predeterminado segundo algum critério, e dentro dele se efectuam as comparações»⁵⁰.

Parece-nos ser esta segunda opção a correcta e, por esse motivo, inclinamo-nos favoravelmente para a tese que entende que o art. 30.º estabelece a equiparação plena entre as operações em confronto. Por um lado porque, não se colocando em causa o conceito positivo de fusão fornecido pelos artigos 3.º e 4.º da Directiva, o art. 30.º sugere que, na delimitação do conceito de fusão, tenhamos sobretudo em conta a disciplina jurídica aplicável. Por outro lado, e como constata De Acutis, se a definição de fusão que nos é dada nos artigos 3.º, n.º 1, e 4.º, n.º 1, da Directiva, nos parece extremamente analítica e rigorosa numa primeira leitura, «tais disposições, se confrontadas com outras normas colocadas no contexto da directiva, revelam-se muito menos rígidas»⁵¹. Acresce que, se a definição da fusão fica dependente de um limite particular – neste caso, os dez por cento relativos à atribuição de quantias em dinheiro aos accionistas da sociedade incorporada – como definir o ponto «a partir do qual a operação deixa de ser equiparável à fusão»⁵²? Perde necessariamente fulgor a jusante o rigor terminológico e conceptual da Directiva utilizado na definição da fusão – sendo que, mesmo nos Estados-membros onde a distinção entre fusão e outras operações equiparadas se justifica no facto de a fusão ser aí considerada um instituto com perfil próprio, distinto de outras formas de concentração económica, tal sucede precisamente por força da mesmíssima Directiva que admite a aplicação da disciplina da fusão a outras operações.

Por fim, não podemos ignorar um dever do jurista que investiga matérias de direito societário e económico quanto à superação de definições dogmáticas cegas ou temporalmente situadas, e ao acompanhamento constante de ordenamentos onde o mundo

económico caminha *pari passu* com o Direito – referimo-nos, em especial, aos ordenamentos nacionais anglo-saxónicos. Afinal, parafraseando Michaelopoulos, «certas soluções próprias de sistemas jurídicos nacionais [...] podem inspirar a elaboração de soluções análogas sempre que elas devam juntar a originalidade jurídica à oportunidade económica»⁵³. E se assim não for entendido, restamos constatar que, num certo sentido, a compatibilidade da *cash-out merger* com a 3.ª Directiva é, ela própria, um sinal dos tempos que vivemos e, neste sentido, que «os problemas de lege ferenda ou de reforma legislativa não são já exclusivamente técnicos, de interpretação e construção jurídica, mas fundamentalmente problemas ideológicos e políticos, nos quais o jurista está, sem embargo, totalmente comprometido, tanto os silencia como se pronuncia expressamente sobre eles»⁵⁴.

4.3 · A cash-out merger enquanto expropriação de direito privado

A análise da conformidade da *cash-out merger* com o direito à propriedade privada e à livre iniciativa económica remete-nos para um longo rol de decisões, nacionais e estrangeiras.

Num apanhado sintético, reportamos a primeira decisão relevante para a matéria proferida em 1959, quando, no caso *Coyne v. Park & Tillford Distillers Corporation*, o Supremo Tribunal do Estado de Delaware considerou constitucional uma *cash-out merger* efectuada ao abrigo do §253 *Del. C.* (55)⁵⁵. Poucos anos depois, em 1962, chegou-nos a decisão do Tribunal Constitucional da República Federal Alemã, a propósito do já citado caso *Feldmühle*, relativamente à constitucionalidade da *verschmelzende Umwandlung*.

Em 1982, a questão seria apreciada pela Comissão Europeia dos Direitos do Homem, em 1982 (*Bramelid/Malmström vs Suécia*), a qual, pronunciando-se sobre a eventual conformidade de uma *aquisição potestativa* à luz do direito societário sueco, confirmou a compatibilidade daquela figura jurídica com

ta transposición de las III y VI Directivas», in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2000, n. 14, p. 253-274 (p. 266). Em termos análogos, mas debruçando-se sobre a cisão, F. Oleo Banet: «La escisión de la sociedad anónima», Madrid, 1995, p. 162-164.

50 Raúl Ventura: «Fusão...», *op. cit.*, p. 266 (itálico nosso).

51 De Acutis, *op. cit.*, p. 302.

52 Ventura: «Adaptação...», *op. cit.*, p. 240, 245.

53 Michaelopoulos, *op. cit.*, p. 220.

54 F. V. Chulia: «La fusión propia y las fusiones...», *op. cit.*, p. 484 (itálico nosso).

55 Vide Terry G. Whitehead / James G. Rabe: «The role of independent financial advisers in minority squeeze-out mergers after Unocal Exploration Corp. and Siliconix Incorporated», in *Insights*, Autumn 2002, p. 23.

o direito à propriedade privada constante da Constituição sueca e da Convenção Europeia dos Direitos do Homem⁵⁶.

Também em França se suscitou o problema, tendo a *Court d'Appel* (Tribunal de Apelação) de Paris sido chamada a pronunciar-se, em 1995, sobre a compatibilidade do direito de propriedade e a expulsão de accionistas minoritários na sequência de uma «*offre de retrait*» (caso Sogénal). O Tribunal francês entendeu no sentido da constitucionalidade do procedimento de aquisição potestativa, tendo a decisão sido posteriormente confirmada, em 1997, pela *Cour de Cassation*⁵⁷.

Recentemente temos nota de duas decisões do Tribunal Federal Alemão (*Bundesverfassungsgericht*) propugnando pela constitucionalidade da «integração» da sociedade dominada e aquisição das acções de accionistas minoritários (casos *DAT/Altana*, de 1999, e *Moto Meter*, de 2000)⁵⁸.

Em Portugal, a questão parece ter sido suscitada pela primeira vez ao Supremo Tribunal de Justiça, que, em Acórdão de 1997⁵⁹, considerou que o art. 490.º, n.º 3, do CSC, enquanto *expropriação de direito privado*, representava uma inaceitável ofensa ao direito de propriedade dos sócios minoritários pelo accionista maioritário. A posição do tribunal seria fortemente contestada por importante sector da doutrina nacional⁶⁰ e, pouco depois, o Tribunal de Relação de Lisboa viria a dar início a uma inversão

da jurisprudência ao sustentar que a «validade» do processo de *aquisição potestativa* depende apenas da justificação do valor da contrapartida oferecida pela sociedade dominante por relatório elaborado por revisor oficial de contas independente de ambas as sociedades⁶¹ (61). Já em 2002, na sequência de um requerimento do Provedor de Justiça para apreciação e declaração de inconstitucionalidade do art. 490.º, n.º 3, do CSC, o Tribunal Constitucional confirmou (embora com diversos votos de vencido), a conformidade do aquisição tendente ao domínio total com a Constituição Portuguesa⁶².

Podemos por isto afirmar, sem aprofundar muito mais os argumentos acolhidos pela jurisprudência nacional e estrangeira, que o debate a este respeito aparenta ter estabilizado e que é hoje admitida na doutrina e jurisprudência nacionais e estrangeira, a conformidade da generalidade daqueles mecanismos com direitos constitucionalmente protegidos. Que fique claro, porém, que apenas se afigura possível um juízo definitivo no confronto com as soluções normativas concretas a adoptar.

4.4 · Considerações finais: o interesse social e a sindicabilidade das «cash-out mergers»

Tem vindo a afirmar-se, entre a doutrina estrangeira, a necessidade de as operações de *squeeze-out* respeitarem o interesse social, independentemente da forma como este possa ser configurado. Para isto, muito contribuíram as decisões dos tribunais do estado norte-americano do Delaware nos casos *Roland International v. Najjar* – na qual o tribunal veio exigir um «*valid business purpose*» para uma *cash-out merger* simplificada⁶³ – *Weinberger v. UOP, Inc.* – onde se postulou a aplicação do designado «*entire fairness standard review*» a *cash-out mergers* envolvendo sociedade dominada e sociedade dominante⁶⁴ – e *Singer v. Magnavox Co.* – na qual o tribu-

56 Cf. *Documentação e Direito Comparado*, n.º 27/28, 1986, p. 360, e segs. Vide, ainda, a análise desta decisão e da questão à luz do direito norueguês, M. Krohn: «Minority squeeze-outs and the European Convention on Human Rights», in *European Business Law Review*, 2004, n. 15 (2), p. 159-181.

57 *Court de Cassation chambre commerciale, Bulletin* 1997 IV, no. 108, p. 93. Para a análise da sentença, A. Viandier: «Retrait obligatoire: à propos de l'affaire «SOGENAL»», in *Revue de jurisprudence de droit des affaires*, no. 8, 1995, p. 646.

58 Os textos das decisões podem ser consultados em <http://www.rws-verlag.de/volltext/bverf22.htm> e http://www.bverfg.de/entscheidungen/rk20000823_1bvr006895.

59 Acórdão n.º 695/96 do Supremo Tribunal de Justiça, de 2 de Outubro de 1997, in *Boletim do Ministério da Justiça*, n. 470, 1997, p. 619 e segs. Semelhante foi a posição do Tribunal Civil da Comarca de Lisboa em 28 de Julho de 1999, referida por J. P. Fazenda Martins / M. Botelho da Silva: «Alguns problemas em torno da execução do art.º 490.º do Código das Sociedades Comerciais no sistema de registo e controlo de valores mobiliários», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n. 6, 1999, p. 241 e segs.

60 Entre outros, Menezes Cordeiro: «Da constitucionalidade...», *op. cit.*, p. 26 e segs.; Engrácia Antunes: «O artigo 490.º CSC...», *op. cit.*, p. 147 e segs.; e «A aquisição...», *op. cit.*, p. 149 e segs.; Horta Osório: «Da tomada...», *op. cit.*, p. 170-171, n. (279).

61 Acórdãos de 29 de Outubro de 2002 e de 6 de Junho de 2002, in *Colectânea de Jurisprudência*, 2002, t. II, p. 92, e t. IV, p. 106. Pouco depois seria divulgado um acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 10 de Abril de 2003, sustentando a conformidade do art. 490.º, n.º 3, do CSC, com os princípios da livre iniciativa privada e da igualdade, e com o direito constitucional de propriedade; (cf. *Colectânea de Jurisprudência*, 2003, t. II, p. 26).

62 Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 491/2002 (*Diário da República*, II Série, n.º 18, de 22-01-2003, p. 1057 e segs.)

63 Del. Supr., 407 A.2d 1032 (1979).

64 T. Del. Supr., 457 A.2d 701 (1983). Sobre esta decisão, vide Oesterle: «The law...», *op. cit.*, p. 93-94, 400 e segs. Notamos

nal considerou existir violação de um dever fiduciário da administração sempre que uma *cash-out merger* visa, exclusivamente, a eliminação dos accionistas minoritários da sociedade incorporada, e sustentando que este tipo de fusões estão sujeitas a um controlo material, tanto no respeito aos fins prosseguidos como às condições da sua realização⁶⁵.

Simultaneamente, parece firmar-se, na doutrina e jurisprudência estrangeiras, a sindicabilidade judicial, dentro de determinadas situações e com maior ou menor amplitude, das *cash-out mergers*, em especial no que respeita à verificação do escopo da operação e cumprimento de deveres fiduciários. Não estranhámos, por isso, as dificuldades crescentes de articulação entre a lei escrita (*statutory law*) e os precedentes fornecidos pela *common law* na determinação das regras e deveres fiduciários envolvidos neste tipo de operações⁶⁶.

Num esforço para aplacar as dificuldades colocadas pela evolução jurisprudencial e doutrinária, alguns, como Paz Ares, têm defendido a presunção de compatibilidade daquelas operações na aquisição de participações de minoritários⁶⁷. Pensamos tratar-se de uma solução razoável pois, embora não possamos renunciar a ponderar a função económica e social desempenhada pela fusão, não podemos também ignorar que o mecanismo por excelência de protecção dos interesses dos sócios minoritários em situações nas quais estes não têm controle material sobre a operação situa-se na revisão judicial do valor da contrapartida proposta (*appraisal right*)⁶⁸.

Este direito pressupõe, naturalmente, a existência de um direito efectivo à informação, enquanto pedra de toque do sistema de protecção dos sócios (desiderato que o actual art. 116.º do CSC parece não assegurar), dado que só com conhecimento de todos os factos relevantes é que os sócios minoritários podem tomar uma decisão esclarecida sobre o recurso à revisão judicial da contrapartida – trata-se, pois, de um aspecto crítico a uma eventual solução *de lege ferenda*, sobretudo quando a experiência revela que são muitos os sócios que não exercem este direito por força dos custos gerados pelo respectivo exercício⁶⁹. No entanto, assegurado um efectivo direito à informação, a revisão judicial deveria, inclusivamente, prevalecer sobre o esquema tradicional de vícios das deliberações sociais. Com efeito, parece-nos que, em caso de desadequação da contrapartida proposta, o interesse dos sócios é acautelado, em primeira linha, pela revisão judicial da mesma, e não por uma eventual declaração de nulidade ou anulabilidade da deliberação social que aprovou a operação, com fundamento numa insuficiente determinação da relação de troca ou num eventual conflito de interesses. Note-se, numa nota de direito comparado, que precisamente nesta sede o legislador germânico optou por excluir a incorrecção ou injustiça da relação de troca do elenco de causas de nulidade da fusão, prevendo, em alternativa, o recurso ao tribunal para efeitos de revisão daquela (cf. §15 UmwG).

Parece-nos ser este o caminho que permite sindicar a contrapartida proposta aos sócios minoritários e assegurar, em sede judicial, o cumprimento dos princípios de correcção e verdade que, segundo a doutrina dominante, presidem às operações de determinação das relações de troca⁷⁰,

que se trata de uma sentença algo complexa, cuja interpretação tem, aliás, suscitado dúvidas diversas, designadamente quanto à orientação adoptada relativamente ao direito de os accionistas desafiar a fusão com fundamento na falta de fundamento empresarial. *Vide*, sobre esta decisão, W. Prickett / M. Hanrahan: «Weinberger V. UOP: Delaware's effort to preserve a level playing field for cash-out mergers», in *The Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 8, n. 59, 1983, p. 59-82; e Barry M. Wertheimer: «The shareholders' appraisal remedy and how courts determine fair value», in *Duke Law Journal*, vol. 47, n. 4, 1998, p. 613-715.

⁶⁵ Del. Supr., 380 A.2d 969 (1977). Sobre esta decisão, cf., sinteticamente, Perez Troya: «La tutela...», *op. cit.*, p. 133-134.

⁶⁶ Leo E. Strine Jr. «The Inescapably Empirical Foundation of the Common Law of Corporations», in *The Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 27, n.2, 2002, p. 499-518 (p. 499-501, 511).

⁶⁷ C. Paz Ares: «Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el derecho español.» in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n. 91, Julio-Septiembre 2003, p. 29.

⁶⁸ Cf., por exemplo, C. SANTAGATA: «La fusione tra società», Napoli, 1964, p. 285.

⁶⁹ *Vide*, neste âmbito, V. Brudney M. Chirelstein: «Fair shares in mergers and take-overs», in *Harvard Law Review*, vol. 88, n. 3, 1974, p. 300-301, 304-307 e 319-322; e Richard T. Hossfeld: «Short-form mergers after Glassman v. Unocal Exploration Corp.: time to reform appraisal», in *Duke Law Journal*, vol. 53, 2004, p. 1339-1340.

⁷⁰ Neste sentido, Raúl Ventura: «Fusão...», *op. cit.*, p. 78; Costa Gonçalves: «Fusão, cisão e transformação...», *op. cit.*, p. 137-139. Na doutrina estrangeira, Uria / Menendez / Munoz Planas: «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles. TV — La junta general de accionistas (artículos 93 a 122 de la Ley de Sociedades Anónimas)», Madrid, 1992, p. 757; Chulia: «La fusión propia...», *op. cit.*, p. 494; Perez Troya: «La determinación del tipo de canje...», *op. cit.*, p. 77 e segs.; E Simonetto: «Osservazioni sul progetto di direttiva sulla fusione di società per azioni», in *Rivista delle Società*, Ano 23 (1978), p. 810 e segs. (p. 813-816); L. Fernandez del Pozo: «Fusiones y otras modificaciones estructurales entre sociedades vinculadas: nota práctica», in *Revista General de Derecho*, n. 609, 1995, p. 7036. Em sentido

sem sacrifício do interesse económico na conclusão da operação.

5 · CONCLUSÃO

O Direito societário português não permite uma operação de fusão na qual os sócios minoritários da sociedade incorporada recebem apenas pagamentos em dinheiro por troca das participações que os mesmos deveriam receber na sociedade incorporante.

Desde logo porque a possibilidade de se efectuarem pagamentos em dinheiro aos sócios das sociedades intervenientes, no âmbito de uma fusão, não autoriza o afastamento de todos ou só alguns sócios da sociedade incorporada, na medida em que o montante desses pagamentos não pode exceder dez por cento do valor nominal das participações a atribuir por efeito da fusão, devendo essa percentagem aplicar-se, por igual, a todos os sócios. Porém, mesmo nos casos em que o valor das participações a atribuir aos sócios minoritários é inferior ao referido limite, a doutrina nacional e estrangeira entende, de forma praticamente unânime, que, sem o consentimento dos sócios afectados, apenas se afigura possível o pagamento de quantias em dinheiro para efeitos de ajustes e aligeiramentos pontuais na relação de troca.

Por seu turno, a aquisição tendente ao domínio total prevista no art. 490.º do CSC, embora estabele-

lecendo um mecanismo de aquisição potestativa de participações de sócios minoritários da sociedade dominada – legitimando, por isso, a «expropriação» do sócio minoritário por vontade do maioritário – afigura-se incompatível, do ponto de vista procedimental, funcional e lógico, com a disciplina jurídica da fusão.

As dificuldades suscitadas por uma eventual introdução futura de uma *cash out merger* no nosso ordenamento são, na generalidade, ultrapassáveis através do recurso a soluções já conhecidas do Direito societário interno ou trabalhadas por legisladores, doutrina e jurisprudência estrangeiros. Parece-nos também de destacar o progresso resultante de recentes alterações ao CSC (*via trita, via tuta*), nomeadamente no que se refere à simplificação – que há muito se impunha⁷¹ – da fusão, por incorporação, de sociedade dominada detida em 90% ou mais pela sociedade incorporante. Infelizmente, por força de algumas insuficiências por nós detectadas na introdução desta modalidade de fusão assinaladas ao longo deste artigo, vemo-nos obrigados a terminar este com uma pergunta: será o art. 116.º do CSC, aliado a alguma ansiedade do legislador nacional em matéria societária, um *prolegómeno* da futura positivação de uma *cash-out merger* no nosso ordenamento, ou, tão só, o produto de uma legística deficiente?

contrário, invocando o carácter contratual da fusão, *vide*, por exemplo, F. J. G. Del Rio / T. A. M. Fernandez: «Problemática que plantean la fusion y el aumento de capital en la sociedad anonima», in *Estudios sobre la sociedad anonima: dirigido y presentado por Víctor Manuel Garrido de Palma*, Madrid, 1991, p. 311. Notamos, porém, que uma aplicação cega do critério do valor real pode excluir soluções que se afigura justas e razoáveis: a título de exemplo, refira-se o prémio de 10% sobre o valor real da contrapartida que Paz Ares sugere adicionar para compensação de eventuais custos adicionais do accionista minoritário (cf. Paz Ares: «Aproximación al estudio de los squeeze-outs...», *op. cit.*, p.35).

⁷¹ Vid a for exemplo, M. E. Godinho / J. Bettencourt: «Alterações à disciplina legal da fusão e da cisão de sociedades...», *op. cit.*, p. 30.