



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

O Delisting

A sua admissibilidade no ordenamento jus-mobiliário português e
a tutela das minorias

Mariana Alves de Melo

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2017

O Delisting

A sua admissibilidade no ordenamento jus-mobiliário português e
a tutela das minorias

Mariana Alves de Melo

Sob a orientação do Professor Doutor José Engrácia Antunes

Dissertação apresentada à Escola de Direito da Universidade
Católica Portuguesa para a obtenção do título de Mestre em
Direito das Empresas e dos Negócios

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2017

Ao meu irmão Tiago.

A ship is always safe at the shore, but that is not what it is built for.

- **Albert Einstein**

Agradecimentos

De olhos postos no último ano, não posso deixar de agradecer àqueles que, muitas vezes inconscientemente, contribuíram para a realização deste trabalho. A todos os seguintes, muito obrigada.

Ao Doutor Engrácia Antunes, por toda a disponibilidade e atenção prestadas, mas sobretudo pelo incentivo à exploração de novas ideias.

Aos meus pais, que me ensinaram que os “impossíveis” são só mais uma oportunidade de brilhar, aos meus irmãos, aos meus padrinhos e à Nanda, pelo apoio imensurável e pela confiança depositada.

Ao Ricardo, que com todos os seus pequenos gestos me deu paz, clareza e inspiração.

Aos meus amigos, que nunca deixaram de torcer pela concretização deste meu objetivo.

Resumo

O presente estudo versa sobre a exclusão da negociação de ações em mercado regulamentado, matéria que, ao contrário do que se verifica em ordenamentos jurídicos estrangeiros, tem sido alvo de muito pouca atenção por parte do legislador e dos estudiosos portugueses. Tal desinteresse traz consigo graves consequências, especialmente face à complexidade inerente ao equilíbrio dos vários interesses que gravitam em torno da exclusão da negociação em mercado regulamentado pelo que nas páginas seguintes, para além de uma análise introdutória ao conceito de *delisting*, será estudado com alguma profundidade o seu regime na ordem jus-mobiliária portuguesa: desde a admissibilidade de uma exclusão da negociação por simples vontade da sociedade emitente à (in)existência de mecanismos capazes de tutelar os interesses dos acionistas minoritários, sem impedir a evolução e o desenvolvimento da sociedade ou a prossecução dos interesses seus sócios dominantes.

Palavras-chave: exclusão da negociação; interesses contrapostos; tutela das minorias;

Abstract

The following essay will deal with the delisting of shares of the regulated markets, a subject that, unlike what happens in other legal systems, has been very little targeted by, not only the Portuguese doctrine but also by the Portuguese lawmaker. This lack of interest has serious consequences, especially when we look to the complexity inherent to the balance of the opposed interests that surround the delisting phenomenon. On the next pages, in addition to an introductory analysis of the concept, the delisting' regime in Portugal will be deeply assessed: is a hot delisting admissible in Portugal? Are there any mechanisms capable of protecting the minority shareholders' interests without neglecting the development of the issuing company or its dominant shareholders' interests? These are the questions that we aim to answer.

Keywords: delisting; opposed interests; minority shareholders' protection;

Índice

1. Introdução.....	13
2. O <i>Delisting</i> : aspetos gerais.....	14
2.1. Noção, razão de ser e modalidades.....	14
2.2. Distinção de figuras afins.....	17
2.2.1. <i>Going private transactions</i>	17
2.2.2. Operações <i>going dark</i>	17
2.2.3. O <i>downlisting</i> e a alteração do segmento de negociação.....	19
2.2.4. A suspensão da negociação de ações em mercado regulamentado.....	19
2.2.5. A perda da qualidade de sociedade aberta.....	20
3. Fundamentos e consequências: os interesses em jogo.....	22
4. O <i>Delisting</i> no ordenamento jurídico português.....	26
4.1. A (in)admissibilidade do <i>hot delisting</i>	27
4.1.1. No ordenamento jurídico espanhol.....	28
4.1.2. No ordenamento jurídico inglês.....	29
4.1.3. No ordenamento jurídico alemão.....	29
4.1.4. No ordenamento jurídico português: a necessidade de tutela dos acionistas minoritários.....	33
5. A tutela dos sócios minoritários.....	35
5.1. Na perda da qualidade de sociedade aberta.....	35
5.2. Na exclusão do mercado regulamentado por simples vontade da sociedade emitente.....	39
5.2.1. A solução proposta.....	40
5.2.1.1. Deliberação da assembleia geral de acionistas.....	40
5.2.1.2. O direito de exoneração dos acionistas dissidentes.....	43
6. Conclusão.....	45
7. Referências bibliográficas.....	48

8. Materiais em suporte eletrônico.....	60
---	----

Breve advertência

No ponto onde nos encontrámos, será oportuno deixar duas breves advertências.

Em primeira linha, com o DL nº52/2006, de 15 Março, o conceito de “Bolsa de Valores” foi substituído pelo conceito de “Mercados Regulamentados”. Conhecedores de tal fato mas em prol da harmonia textual, optamos por na presente dissertação utilizar, pontualmente, ambos os termos.

Em seguida, importa referir que, ao longo do corpo do trabalho, quando existam duas obras do mesmo autor e em referências bibliográficas posteriores à primeira, é utilizado o termo *op. cit.*, acompanhado de um elemento diferenciador capaz de identificar a obra em questão – o ano de publicação, volume ou até parte do título.

Siglas e Abreviaturas

ACLE - Amsterdam Center for Law & Economics;

AktG – Aktiengesetz;

BGH – Bundesgerichtshof;

BörsG – Börsengesetz;

BVerfG – Bundesverfassungsgericht;

CC – Código Civil Português, aprovado pelo Decreto-Lei nº47 344, de 25 de Novembro de 1966;

CdMVM – Código do Mercado de Valores Mobiliários Português, aprovado pelo DL nº142-A/91, de 10 de Abril;

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;

CNVM – Comisión Nacional del Mercado de Valores;

CSC – Código das Sociedades Comerciais Português, aprovado pelo Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de Setembro;

CVM – Código dos Valores Mobiliários Português, aprovado pelo Decreto-Lei nº 486/99, de 13 de Novembro;

DMIF – Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros;

ECGI – European Corporate Governance Institute;

FCA – Financial Conduct Authority;

GG – Grundgesetz;

LIFE - Limburg Institute of Financial Economics;

LMV – Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprovado pelo Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de Outubro;

LR – Listing Rule;

***LSE** – London Stock Exchange;*

OA – Ordem dos Advogados;

OPA – Oferta Pública de Aquisição;

OTC – *Over-the-Counter*;

RDS – Revista de Direito das Sociedades;

ROA – Revista da Ordem dos Advogados;

***SEC** – Securities and Exchange Commission;*

***SOA** – Sarbanes-Oxley Act;*

***UmwG** – Umwandlungsgesetz;*

***WpÜG** - Wertpapiererwerbs- und Übernahmegeset.*

1. Introdução.

O cenário de incerteza e instabilidade financeira que durante largos anos assombrou os mercados de capitais a nível global deixou a sua marca, ainda que de forma ténue, nos mercados regulamentados nacionais. Prova disso é que, à luz da informação disponibilizada anualmente pela entidade reguladora dos mercados de valores mobiliários portugueses, durante vários anos, o número de admissões à negociação em mercado regulamentado terá sido ultrapassado pelo número de exclusões. Tomando de exemplo o ano de 2015 e atentando apenas ao segmento de negociação acionista, verificaram-se duas exclusões sem o contrapeso de uma qualquer admissão¹. Apesar disto, e ao contrário do que acontece, por exemplo, no ordenamento jurídico alemão, entre nós, pouca atenção tem vindo a ser prestada à exclusão da negociação de valores mobiliários dos mercados regulamentados, sendo escassa a doutrina portuguesa que se debruça sobre esta temática. Tal desinteresse por parte dos estudiosos traz consigo graves consequências, especialmente face à complexidade inerente ao equilíbrio dos vários interesses que gravitam em torno da exclusão da negociação em mercado regulamentado. Nessa linha, entendemos que o *delisting*, enquanto fenómeno jurídico-económico, será merecedor de um estudo atento e uma análise cuidada.

Ambicionando que esta dissertação seja o primeiro passo para o conseguir, as suas primeiras páginas dedicam-se a um estudo introdutório do *delisting*. Para tal, são apontadas as modalidades que o mesmo pode assumir, as figuras que, apesar de distintas, com ele tendem a ser confundidas, os interesses que lhe subjazem e naturalmente, as consequências dele advenientes. É neste último ponto que conhecemos a questão que consubstanciará o âmago do presente ensaio: a necessidade de tutela dos acionistas minoritários da sociedade que se retira da negociação em mercado regulamentado. Face às limitações espaciais que nos são impostas, tratámos desta problemática não de uma forma generalizada, mas atentando em pormenor ao regime do *delisting* na ordem jurídica portuguesa. Em primeiro lugar, questionamos a admissibilidade da exclusão da negociação em mercado regulamentado por vontade da sociedade emitente *per si*, a qual defendemos por a mesma não implicar qualquer

¹ Conforme informação disponibilizada no sítio *on-line* da CMVM, *Relatório Anual do Mercado de Valores Mobiliários*.

lesão extraordinária dos interesses que gravitam em volta da esfera societária, ou pelo menos, por não os lesar de forma particularmente distinta daquela que é resultante do instituto da perda da qualidade de sociedade aberta. Em seguida, são analisados os mecanismos de tutela das minorias consagrados no regime da perda da qualidade de sociedade aberta - ou a falta deles – e em jeito de conclusão, são sugeridos outros dois, suscetíveis de tutelar os acionistas minoritários de uma sociedade quando esta, por sua simples vontade, opte por cancelar a negociação das suas ações no mercado regulamentado.

2. O *Delisting*: aspetos gerais.

2.1. Noção, razão de ser e modalidades.

“Mercado” é um termo amplo, que pode abranger os mais diversos arranjos institucionais². De uma forma simplista, tal vocábulo designa um espaço, não necessariamente físico³, onde é facilitado o encontro entre a oferta e a procura de um determinado bem ou serviço⁴. Nesta linha, o mercado de valores mobiliários é o local⁵ onde se dá o encontro entre a oferta e a procura de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros⁶.

Acompanhando a tendência natural da generalidade dos mercados, também os mercados de valores mobiliários conhecem ciclos⁷: os *bull markets*, associados a um aumento do otimismo e da confiança dos investidores, e conseqüentemente às

² RODRIGUES, Vasco (2016) – *Análise Económica do Direito – Uma introdução*, 2ª edição, Coimbra: Almedina, p. 22.

³ “Inicialmente eram concebidos como espaços físicos; hoje muitos mercados dispensam o *floor* de negociação.” CÂMARA, Paulo (2011) – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª edição, Coimbra: Almedina, p. 242.

⁴ A este respeito, SOARES, António – “Mercados Regulamentados e Mercados Não Regulamentados”, *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, nº7 (2000), p. 276, e ainda, em *INVESTOPEDIA, Market*.

⁵ O DL nº486/99, de 13 de Novembro, que aprovou a versão originária do CVM, definiu os mercados de valores mobiliários como “(...) qualquer espaço ou organização em que se admite a negociação de valores mobiliários (...)”. Com a transposição da DMIF, os arts. 199º e 200º do CVM passaram a definir os mercados regulamentados e os sistemas de negociação multilateral como “sistemas (...) [que possibilitam] o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos”, o que nos leva a concluir que o conceito de bolsa enquanto espaço físico, terá sido inteiramente ultrapassado. Nesta linha, CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p.448.

⁶ CMVM, *Guia do Investidor*, p. 37.

⁷ CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 729; FRADA, Manuel A. Carneiro e GONÇALVES, Diogo Costa – “Perda da Qualidade de Sociedade Aberta – (*Delisting* de Ações) e Tutela dos Acionistas Minoritários” *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº51 (2015), vol. I, p. 24.

cotações elevadas, são seguidos de *bear markets* que, em contraste com os primeiros, são assombrados pelas baixas expectativas dos investidores e naturalmente, por uma diminuição do valor das cotações⁸. Nas palavras de Paulo Câmara, “ (...) aos diversos momentos do ciclo de mercado correspondem também tendências igualmente diversas nas operações de dispersão e de concentração do capital social” pelo que, nos momentos em que a confiança paira sobre o mercado bolsista, as sociedades tendem a dispersar pelo público ações representativas do seu capital social. Pelo contrário, “[n]as fases depressivas, (...) é usual deparar[mo-nos] com várias sociedades a retirar-se do contacto com o mercado de valores mobiliários”⁹.

Naturalmente que a dispersão de capital através de ofertas públicas de distribuição, não implica a admissão de tais ações à negociação em mercado regulamentado^{10 11}. No entanto, o aumento exponencial da liquidez, a credibilidade e a visibilidade associados ao *listing*¹², são fatores inegavelmente influenciadores de uma

⁸ Para melhores esclarecimentos relativamente ao ciclo que caracteriza os mercados de valores mobiliários, INVESTOPEDIA, *Bull Market e Bear Market*.

⁹ CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 729.

¹⁰ Embora este ponto vá ser tratado em pormenor posteriormente, importa aqui sublinhar que o conceito de sociedade aberta não se confunde com o conceito de sociedade com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado: existem sociedades abertas cujas ações, apesar de dispersas pelo público, não se encontram admitidas à negociação em mercado regulamentado; em contrapartida, todas as sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado são, inevitavelmente, sociedades abertas.

¹¹ Contrariamente ao que acontecia na versão originária do CVM, com a transposição da DMIF, outras formas organizadas de negociação foram colocadas ao lado dos mercados regulamentados no art. 198º CVM: os sistemas de negociação multilateral e a internalização sistemática. Sobre isto, CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, pp. 469 a 479, e OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2015) – *Manual de Corporate Finance*, 2ª edição, Coimbra: Almedina, pp. 91 e 92, com especial atenção nas notas nº 158 e 159. Não obstante a multiplicação das estruturas de negociação de valores mobiliários, os mercados regulamentados são indubitavelmente os mais importantes e intensamente regulados. Sobre a admissibilidade de outras estruturas de negociação para além das previstas na DMIF: num sentido, CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, pp.471 e 472, e em sentido diverso, RODRIGUES, Sofia Nascimento (2008) – “Cabimento da figura dos «mercados não regulamentados» no âmbito da DMIF e na conseqüente revisão do Cód. VM”, in AA. VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VIII, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 319 a 335. Previstos no art. 199º CVM, os mercados regulamentados caracterizam-se por operarem regularmente e por cumprirem requisitos rigorosos, tanto a nível informativo, de admissão de membros e valores mobiliários, como ao nível do seu funcionamento e constituição. CMVM – *Guia do Investidor*, p. 37. Em Portugal, cabem nesta definição, o Euronext Lisbon - Mercado de cotações oficiais, o Mercado de Futuros e Opções, ambos geridos pela Euronext Lisbon - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A., e o Mercado de Derivados OMIP, gerido pelo OMIP – Operador do Mercado Ibérico da Energia.

¹² A negociação em mercado regulamentado pressupõe um ato de admissão à negociação pelo que, o emitente que pretenda ver as suas ações negociadas em mercado regulamentado, deve apresentar um pedido de admissão à negociação à respetiva entidade gestora, conforme os arts. 205º nº1 e 233º nº1 CVM, sobre o qual esta última deve decidir, não de forma discricionária mas à luz dos critérios previstos nos arts. 227º e ss CVM, no prazo de 90 dias, conforme os arts. 234º e 235º CVM. Sobre a admissão à negociação, ALMEIDA, António Pereira de (2013) – *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, vol. 2, 7ª edição (reformulada e atualizada), Coimbra: Coimbra Editora, pp. 157 a 160, e CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, pp. 479 e ss.

decisão nesse sentido¹³. Apesar disto, alguns inconvenientes podem ser associados à opção pela admissão à negociação de ações em mercado regulamentado. Entre outros, custos complexos e avultados, o aumento das obrigações decorrentes do estatuto de sociedade cotada e a possível necessidade de uma reorganização societária ou de uma alteração estatutária¹⁴, levam as empresas a contrapor as vantagens e desvantagens associadas à admissão à negociação em mercado regulamentado. Quando as últimas suplantam as primeiras, entende-se que as sociedades em questão queiram optar pela retirada das suas ações da negociação organizada, afinal a admissão de ações representativas do capital social de uma sociedade à negociação em mercado regulamentado “não é definitiva e irrevogável”¹⁵.

Como referem Manuel Frada e Diogo Gonçalves, o *delisting* consubstancia “o *actus contrarius* ao *listing*”¹⁶ e nesta linha, traduz-se na exclusão da negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários. Quando esses valores mobiliários são ações representativas do capital social de uma sociedade aberta, falamos em *delisting* de ações - ao qual nos dedicamos.

Finalmente, e uma vez descortinado o conceito ocupa o centro do nosso estudo, importa agora distinguir as várias modalidades que o mesmo pode assumir¹⁷. Em primeira linha, o *delisting* forçado opõe-se ao *delisting* voluntário, que por sua vez se subdivide em *hot delisting* e *cold delisting*. O primeiro distingue-se dos restantes na medida em que a decisão de exclusão da negociação parte da entidade gestora do mercado regulamentado, por sua própria iniciativa ou em cumprimento de ordens da entidade de supervisão¹⁸. Por sua vez, nos casos de *delisting* voluntário, a cessação da negociação parte da sociedade emitente das ações em causa. Em sede de *hot delisting*, a exclusão da negociação das ações em mercado regulamento decorre unicamente de decisão da sociedade emitente. O mesmo não se verifica em casos de *cold delisting*, onde a referida exclusão impõe-se como consequência de uma alteração na estrutura jurídica-societária da sociedade emitente. Ainda, o *delisting* pode ser total ou parcial, consoante se dê a cessação da negociação em mercado regulamentado de todas as

¹³ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *op. cit.*, pp. 91 e ss., MACEY, Jonathan, O’HARA, Maureen, POMPILIO, David (2005) – *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*, p.8, e ainda no sítio *on-line* da Euronext, *Acesso aos Mercados de Capitais*.

¹⁴ Por todos os anteriores, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *op. cit.*, pp. 94 e 95.

¹⁵ FRADA, Manuel A. Carneiro da, e GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.*, pp.24.

¹⁶ Itálico dos autores, *Ibid.*, pp.24 e 25.

¹⁷ Sobre todo este ponto, *Ibid.*, pp. 24 a 26.

¹⁸ Tal hipótese é expressamente consagrada entre nós nos arts. 213º nº 1 e 3 e 214º nº1 alínea b) CVM.

ações negociáveis, ou a mesma abranja apenas determinados mercados ou segmentos bolsistas.

2.2. Distinção de figuras afins.

Face à confusão de conceitos observada em inúmeras obras estudadas, importa desde já distinguir o conceito de *delisting* de outros que, não poucas vezes, aparecem a ele associados ou equiparados. Um exemplo será o termo “*going private*”, que é indistintamente utilizado por vários autores para definir uma miríade de situações distintas: as *going private transactions*, as operações *going dark*, e o *delisting*.

2.2.1. *Going private transactions*.

As *going private transactions* ou *public to private transactions*, são todas aquelas transações que conduzem ao afastamento do capital social do investimento do público e que, por acarretarem a concentração das ações representativas do capital social nas mãos de um pequeno número de adquirentes, implicam a exclusão das mesmas da negociação em mercado regulamentado¹⁹. Nesta linha, operações de *leveraged buyout*, nas suas várias modalidades - MBO's, FBO's, EBO's, MBI's e IBO's²⁰ - vão para além da simples decisão de saída do mercado, não obstante esta constituir o seu resultado último²¹.

2.2.2. Operações *going dark*.

Também as operações *going dark*, muito referidas na literatura norte-americana, não devem de ser confundidas com o *delisting*, nem tão pouco com as operações *public to private*²². No ordenamento jurídico norte-americano, a quantidade e a

¹⁹ OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de – “Going dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, RDS, Ano VI nº 3 - 4 (2014), Coimbra: Almedina, p. 590.

²⁰ Sobre estas operações: SIMONS, Tomas e RENNEBOOG, Luc - *Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*, (2005), ECGI - Finance Working Paper nº 94/2005. ANTUNES, José Engrácia – “A empresa como objeto de negócios – «Asset Deals» Versus «Share Deals»”, *ROA*, Ano 68 nº2 (2009), Lisboa: *s.n.*, pp. 735 a 737.

²¹ OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *op.cit.*, pp. 589 e 590.

²² Sobre as operações *going dark*: LEUZ, Christian, TRIANTIS, Alexander, e WANG, Tracy – *Why do firms go dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations*, (2008), ECGI – Finance Working Paper nº155/2007. FRIED, Jesse M. – “Firms Gone Dark”, *The University of Chicago Law Review*, vol. 76 nº1 (2009), pp. 135 a 160; MOLITOR, Michael K. – “Will More Sunlight Fade the Pink Sheets? Increasing Public Information About Non-Reporting Issuers With Quoted Securities”, *Indiana Law Review*, vol.39 nº2 (2006), pp. 309 a 377; ENGEL, Ellen, HAYES, Rachel M., e WANG, Xue (2004) – *The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going-Private Decisions*, e ainda MILLER, David

qualidade da informação a ser disponibilizada por uma sociedade aos seus accionistas é ditada pela lei estadual. Não obstante isto, quando estejamos perante *public corporations*²³ e estas cumpram determinados requisitos²⁴ - como será exemplo ter ações admitidas à negociação em mercado regulamentado - as mesmas são obrigadas a registar-se junto da SEC, ficando sujeitas um vasto leque de exigências informativas²⁵ consagradas no *Securities Exchange Act* de 1934, às quais acrescem as imposições previstas no *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, um diploma criado com intuito de restaurar a confiança dos investidores nos mercados, em resposta aos escândalos financeiros que toldaram o país no final dos anos 90²⁶.

O incremento das obrigações a que estão sujeitas estas sociedades, tem a si associado um agravamento dos custos suportados com o seu cumprimento. Quando estes custos ultrapassam os benefícios associados ao exigente estatuto de *reporting company*²⁷, é expectável que estas empresas optem pelo abandono deste sistema de rigoroso escrutínio informativo. As operações *going dark* consubstanciam-se precisamente neste abandono, na opção pela saída do *mandatory disclosure system*²⁸ imposto pela lei federal, o que não poderia deixar de implicar a exclusão das ações representativas do capital social dessas sociedades da negociação em mercado regulamentado.

As operações *going dark* e *going private* assemelham-se na medida em que em ambas cessa a obrigação de divulgar informação ao mercado. Não obstante tal similitude, as mesmas distinguem-se²⁹ posto que nas *public to private transactions* as

Alan, e FRANKENTHALER, Marci J. – “Delisting/Deregistration of Securities under the Securities Exchange Act of 1934”, *Insights*, vol. 17 nº10 (2003), pp. 7 a 12.

²³ Equivalente às sociedades abertas previstas no CVM português, as *public corporations* são aquelas sociedades cujas ações se encontram dispersas pelo público, onde comumente cada acionista detém uma pequena fração do capital social. Neste sentido, HENDERSON, M. Todd, EPSTEIN, Richard A. – “The Going-private Phenomenon: Causes and Implications”, *The University of Chicago Law Review*, vol. 76 nº1 (2009), p.2.

²⁴ Referidos por MOLITOR, Michael K., *op. cit.*, pp. 312 a 317

²⁵ Adquirindo o estatuto de *reporting company*.

²⁶ Para uma referência sumária a todas as exigências associadas ao registo junto da SEC veja-se, MOLITOR, Michael K., *op. cit.*, pp. 317 a 325.

²⁷ Tais como menores assimetrias informativas e maior liquidez. LEUZ, Christian, TRIANTIS, Alexander, e WANG, Tracy, *op. cit.*, pp. 6.

²⁸ O abandono do *mandatory disclosure system* – traduzido literalmente por nós, sistema de divulgação obrigatória - não implica que as empresas deixem de estar obrigadas a divulgar um nível mínimo de informação, nomeadamente aquele consagrado na lei do Estado onde a empresa se encontre sediada, ou nas regras do mercado *Pink Sheets*. FRIED, Jesse M., *op. cit.*, p. 140, sublinha este ponto, relembando ainda que em determinados Estados norte-americanos – como Delaware - não são impostos quaisquer requisitos informativos.

²⁹ Sobre esta distinção, LEUZ, Christian, TRIANTIS, Alexander, e WANG, Tracy, *op. cit.*, pp. 11 e ss.

sociedades optam por fechar a plenitude do seu capital social ao investimento do público. Pelo contrário, nas operações *going dark*, aquando o cancelamento do registo junto SEC, as ações são necessariamente excluídas do mercado regulamentado onde estariam registadas, podendo passar a ser negociadas nas *Pink Sheets*, um mercado OTC norte-americano, sem quaisquer requisitos de *listing* e com exigências informativas diminutas³⁰. Dito isto, afigura-se igualmente simples a distinção entre as operações *going dark* e o *delisting*: este último não consome toda a operação *going dark*, nem tão pouco consubstancia o seu resultado último, sendo apenas uma fase incontornável da concretização da mesma.

2.2.3. O *downlisting* e a alteração do segmento de negociação.

Figuras como a alteração do segmento de negociação e o *downlisting*, não devem igualmente ser confundidas com a exclusão da negociação de ações em mercado regulamentado. Naquelas, as ações não deixam de estar admitidas à negociação, passando antes a ser negociadas em segmentos ou em mercados regulamentados distintos, com as mesmas ou com diferentes exigências informativas, podendo inclusive notar-se uma diminuição dos deveres de informação a cargo do emitente³¹.

2.2.4. A suspensão da negociação de ações em mercado regulamentado.

Por sua vez, a suspensão da negociação de ações traduz-se numa interrupção temporária da negociabilidade das ações. No direito português, tal interrupção encontra-se prevista no art. 213º CVM e é justificável, nos termos do nº2 do preceito indicado, quando deixem de se verificar os requisitos de admissão à negociação ou quando se verifique o incumprimento relevante de outras regras do mercado regulamentado em questão³², quando seja provável a perturbação do regular funcionamento da negociação, ou ainda quando esta última possa ser prejudicial para os interesses dos investidores. Quando ocorram tais irregularidades e as mesmas

³⁰ Sobre as *Pink Sheets*, MOLITOR, Michael K., *op. cit.*, pp. 329 a 332, e o no sítio *on-line* da SEC – *Pink Sheets*.

³¹ MAUME, Philipp – “The Parting of the Ways – Delisting under German and UK Law”, *European Business Organization Law Review*, vol. 16 nº2 (2015), pp. 2 e 3. Naturalmente, quando uma alteração do mercado regulamentado ou do segmento de negociação implique uma diminuição dos deveres informativos a que o emitente se encontra sujeito, devem de ser tomadas medidas para salvaguardar a posição jurídica dos acionistas afetados. Neste sentido, CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 735.

³² Sendo estas faltas sanáveis, nos termos do art. 213 nº2 alínea a) *in fine* CVM.

sejam sanadas em tempo útil, a negociação é retomada. Caso contrário, a entidade gestora do mercado regulamentado, por sua iniciativa ou impelida pela CMVM, poderá decidir pela exclusão da negociação das ações em causa³³.

2.2.5. A perda da qualidade de sociedade aberta.

Na literatura jus-mobiliária portuguesa em especial, o *delisting* tende a ser confundido com a figura da perda da qualidade de sociedade aberta³⁴. Apesar de estes institutos se encontrarem inelutavelmente ligados, os mesmos jamais se sobrepõe e nesta linha devem de ser devidamente distinguidos.

O primeiro passo para proceder a uma análise comparativa entre o *delisting* e a perda da qualidade de sociedade aberta passa pela distinção das sociedades abertas *strictu sensu*, daquelas com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.

A noção de sociedade aberta não é unívoca³⁵, no entanto as particularidades que distinguem estas sociedades das simples sociedades anónimas são aceites de forma unânime³⁶: as sociedades abertas são sociedades cujas ações representativas do seu capital social se encontram dispersas pelo público³⁷. Tal dispersão, e consequentemente a aquisição da qualidade de sociedade aberta ao investimento do público, é conseguida automaticamente quando verificada qualquer uma das situações previstas no art. 13º CVM. Nesta linha, o facto de uma sociedade ser “ (...) emitente de ações ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, que estejam ou tenham estado admitidas à negociação em mercado regulamentado, situado ou a funcionar em Portugal”³⁸, implica que a mesma seja classificada como sociedade aberta. Sendo assim, todas as sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado caberão no conceito de sociedade

³³ CÂMARA, Paulo, *op. cit., loc. cit.*; ALMEIDA, António Pereira de, *op. cit.*, vol. 2, p. 161.

³⁴ FRADA, Manuel A. Carneiro da, e GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.*, p. 26.

³⁵ RIBEIRO, Maria de Fátima (2007) – “Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira” in AA.VV., coord. RIBEIRO, Maria de Fátima, *Jornadas - Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra: Almedina, p. 11. Nesta linha também FERREIRA, Manuel Requicha (2009) - *Perda da qualidade “sociedade aberta”*, Relatório do curso de Mestrado em Ciências Jurídico-Bancárias, Seminário de Direito dos Valores Mobiliários, Lisboa, Faculdade de Direito de Lisboa, p. 21, nota 65.

³⁶ Sobre a evolução do conceito “sociedade aberta”: CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, pp. 490 a 514, FERREIRA, Manuel Requicha (2009), *op. cit.*, pp. 4 a 21, FERREIRA, Manuel Requicha (2011) – *Mecanismos “facilitadores” da cessão de controlo de sociedades cotadas*, Tese de Mestrado em Direito. Lisboa, Faculdade de Direito de Lisboa, pp. 10 a 31.

³⁷ CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 496.

³⁸ Art. 13º nº1 c) CVM.

aberta. O contrário, no entanto, não se verifica: uma sociedade aberta não assumirá necessariamente a forma de sociedade com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. Esta conclusão é legitimada desde logo pelo art. 13º CVM, que consagra outros modos de aquisição da qualidade de sociedade aberta para além da admissão de ações à negociação em mercado regulamento, pelo que, uma sociedade pode apresentar uma estrutura acionista fragmentada e não ser emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. Ainda, se atentarmos ao regime jurídico inerente ao estatuto de sociedade aberta, podemos observar que determinados preceitos se dirigem exclusivamente às sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, sendo também aqui desenhado um limite à sobreposição entre estes dois conceitos. Face à multiplicidade de interesses carentes de tutela na generalidade das sociedades abertas, é natural que às mesmas seja aplicado um regime jurídico próprio, mais exigente a nível informativo e de organização societária. Nas sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, a tutela dos interesses é uma questão ainda mais premente devido à maior dispersão do capital social e à necessidade de restaurar a confiança dos investidores nos mercados de capitais. Nesta linha, para além das regras especialmente aplicáveis às sociedades abertas como serão exemplo a obrigatoriedade de menção da qualidade de sociedade aberta nos atos qualificados como externos à luz do art. 171º CSC consagrada no art. 14º CVM, ou o regime de comunicação de participações qualificadas previsto no art. 16º CVM, existem outras apenas aplicáveis às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. Entre estas últimas, a sujeição a um Código de Governo das Sociedades em termos de *comply or explain*, conforme o Regulamento da CMVM nº4/2013 e o art. 245º-A CVM, os requisitos e exigências dos membros da assembleia geral, do conselho fiscal, da comissão de auditoria e da comissão para matérias financeiras, previstos nos arts.374º-A nº1, 414º nº 4 e 6, 423º-B nº 4 e 5, 444º nº 2 e 6 CSC, respetivamente, ou a designação obrigatória de secretário e suplente, conforme o art. 446º-A CSC³⁹.

Assim, sendo as sociedades abertas distintas das sociedades cotadas, compreende-se que uma sociedade possa deixar de ter ações representativas do seu

³⁹ Sobre o estatuto de sociedade aberta e o regime aplicável a estas sociedades: CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, pp. 515 e ss. FERREIRA, Manuel Requicha (2009), *op. cit.*, pp. 6 a 8. RIBEIRO, Maria de Fátima, *op. cit.*, pp. 15 e ss, e ainda SILVA, Paula Costa e, (2004) – “Domínio de sociedade aberta e respetivos efeitos”, in AA. VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 332 e 333.

capital social admitidas à negociação, mantendo a qualidade de sociedade aberta⁴⁰. O art. 27 nº1 alínea c), ao consagrar a perda da qualidade de sociedade aberta quando “tenha decorrido um ano sobre a exclusão da negociação das ações em mercado regulamentado, fundada na falta de dispersão pelo público”, conduz-nos a esse mesmo entendimento, reafirmando claramente a independência entre a figura do *delisting* e da perda da qualidade de sociedade aberta⁴¹.

3. Fundamentos e consequências: os interesses em jogo.

A admissão de ações representativas do capital social à negociação em mercado regulamentado tem a si associada inúmeras vantagens, no entanto, em linha com o referido acima, são também várias as motivações que conduzem uma sociedade ou os seus acionistas majoritários a optar pelo *delisting*⁴².

Como acontece na generalidade das operações realizadas no âmbito societário, a decisão de uma sociedade pela exclusão da negociação de ações em mercado regulamentado tem como objetivo a criação a valor⁴³. Quando os inconvenientes de ter as ações admitidas à negociação ultrapassem os benefícios daí decorrentes, nenhum outro resultado que não o *delisting* pode ser esperado.

Desde logo, uma sociedade terá interesse em retirar-se do mercado regulamentado quando não o utilizar como forma de financiamento da atividade societária, ou quando os custos inerentes ao estatuto de sociedade com ações admitidas á negociação em mercado regulamentado⁴⁴ “não forem compensados com

⁴⁰ SILVA, Paula Costa e, e REIS, Nuno Trigo dos, – *op. cit.*, p. 54 e 55. O autor refere ainda, *ipsis verbis* que “pode uma sociedade deixar de ser uma sociedade aberta, mantendo valores mobiliários admitidos à negociação: basta que estes não sejam representativos do capital social, nem deem direito à respetiva subscrição ou aquisição.”

⁴¹ *Ibid.*, p. 57.

⁴² No título em causa referir-nos-emos apenas aos fundamentos que conduzem ao *delisting* voluntário. Relativamente ao *delisting* forçado são essencialmente duas as razões que o motivam: o não cumprimento insanável dos requisitos de admissão ou de outras regras relevantes do mercado regulamentado em causa, e o mau desempenho contínuo no mercado por parte sociedade emitente, sendo este suscetível de perturbar o desenvolvimento normal da negociação ou de prejudicar gravemente os interesses dos investidores.

⁴³ RUIZ, Fernando Vives (2008) – *Las Operaciones de «Public To Private» en el Derecho de OPAS Español*, 1ª edição, s. l.: Thomson Reuters-Civitas, p. 26.

⁴⁴ Estes custos estão maioritariamente relacionados com os valores pagos pela entrada e permanência nos mercados regulamentados, com os deveres de divulgação de informações ao mercado, e com os deveres de *compliance* resultantes da onda de *corporate governance* que inundou os Estados Unidos e a Europa nos últimos anos. Para uma análise detalhada dos custos diretos e indiretos a que estão sujeitas as

os benefícios de ter uma malha mais ampla de acionistas”⁴⁵. Pode inclusive acontecer que as ações de uma sociedade estejam subvalorizadas⁴⁶ no mercado, o que compromete a sua liquidez e conseqüentemente, o interesse de uma sociedade em ter o seu capital em negociação em mercado regulamentado.

Nos ordenamentos jurídicos onde a estrutura acionista é mais dispersa⁴⁷, os custos de agência⁴⁸ influenciam igualmente o interesse das sociedades em excluir as ações de que são emitentes, da negociação em mercado regulamentado. Os pequenos acionistas, porque não tem incentivos económicos para o fazer, tendem a desinteressar-se pela monitorização da atividade dos administradores da sociedade, criando-se assim uma forte “probabilidade de desvio entre o fim prosseguido pela sociedade e os atos praticados pelos seus representantes.”⁴⁹ Quando o *delisting* ocorre no âmbito de uma operação *public to private*⁵⁰, as ações de uma sociedade tendem a concentrar-se nas mãos de um menor número de investidores, conseguindo-se uma reunificação entre a propriedade e o controlo e a conseqüente diminuição dos custos de agência⁵¹. Nesta linha, o *delisting* pode também ser enquadrado numa estratégia de defesa contra OPAs hostis. Uma sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, será tanto mais suscetível a sofrer mudanças de controlo acionista quanto mais disperso estiver o seu capital social⁵². Com a concentração de capital inerente ao cancelamento da negociação em mercado regulamentado, o

sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, *Ibid.*, pp. 27 a 43, FERREIRA, Manuel Requicha (2009), *op. cit.*, pp. 23 e 24, e MARTINEZ, Isabelle, SERVE, Stéphanie e DJAMA, Constant, *Reasons for delisting and consequences: A literature review and research agenda*, (2015), pp. 5 a 8.

⁴⁵ CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 732.

⁴⁶ Utilizando a expressão de FERREIRA, Manuel Requicha (2009), *op. cit.*, p. 27, esta “infracapitalização bolsista” pode resultar da degradação das condições de mercado face a um ciclo económico recessivo ou da simples falta de interesse por parte dos analistas e dos investidores na sociedade em causa.

⁴⁷ Como será o caso do ordenamento jurídico norte-americano. CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 512.

⁴⁸ Os custos de agência são aqueles decorrentes da separação entre a propriedade acionista e o controlo efetivo de uma sociedade ou seja, entre aqueles que investiram o seu capital em ações da sociedade e aqueles a quem foi incumbida a sua administração. *Ibid.*, p. 509. Estes custos serão tanto mais elevados quanto mais dispersa for a estrutura acionista de uma sociedade. Na Europa Continental, onde estrutura acionista típica apresenta um maior grau de concentração, os conflitos de interesses não se colocam tanto entre sócios e administradores, mas antes, como veremos, entre acionistas maioritários e minoritários.

⁴⁹ *Ibid.*, p. 509.

⁵⁰ No título anterior, sublinhámos a distinção entre o *delisting* e outras figuras com as quais o mesmo tende a ser confundido. Não obstante tal distinção, não serão poucos os casos em que a exclusão da negociação em mercado regulamentado e as razões que a ela conduzem, não poderão ser analisadas isoladamente: o *delisting* é uma etapa incontornável quer nas operações *going private*, quer nas operações *going dark*, e por isso os seus fundamentos devem também ser estudados nesse contexto. Cf. JANSEN, Karsten e KLEIMEIER, Stefanie - *Motives for going Private in Germany*, (2003), LIFE Working Paper 03 – 016, Limburg Institute of Financial Economics, p. 6.

⁵¹ Sobre todo este ponto, OLIVEIRA, Madalena Perestrelo, *op. cit.*, pp. 594 e 595.

⁵² CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 510.

delisting poderá também consubstanciar uma forma de prevenção contra mudanças abruptas no controlo de uma sociedade.

Quando as ações se encontram concentradas nas mãos de uma maioria acionista, a exclusão da negociação em mercado regulamentado tende a servir o interesse dos acionistas dominantes⁵³. Por um lado, podem estes entender que a altura não é a mais indicada para colocar as suas ações em negociação no mercado⁵⁴, ou pode a exclusão da negociação ser o último passo de um processo transmissivo ou de uma reestruturação societária⁵⁵. Por outro, podem os mesmos ter interesse na perda de liquidez das ações dos restantes sócios. Uma vez fora do mercado regulamentado, a liquidez dos títulos dos acionistas minoritários diminui substancialmente e o acionista dominante será muito provavelmente o único interessado na sua aquisição. Neste sentido, à luz da lei da oferta e da procura, é natural que este o consiga fazer - e por um valor inferior ao seu valor real⁵⁶.

Nesta linha, não se colocam dúvidas: os acionistas minoritários vêm a sua posição jurídica prejudicada mediante um *delisting*. A admissão de ações à negociação em mercado regulamentado leva a que os investidores criem expectativas relativamente à negociabilidade dos valores mobiliários de que são titulares, confiando na possibilidade de os poder alienar sem dificuldades, a qualquer momento. O cancelamento da negociação de ações em mercado regulamentado conduz à perda de liquidez das mesmas e conseqüentemente, à frustração da confiança depositada nos mercados pelos investidores. Além disto, quando uma sociedade deixa de ter as suas ações admitidas à negociação em mercado, passa a estar dispensada de grande parte dos deveres informativos a que antes se encontrava sujeita, ficando os acionistas minoritários impossibilitados de tomar uma decisão informada e consciente relativamente ao seu investimento⁵⁷.

⁵³ FRADA, Manuel A. Carneiro da, e GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.*, p. 28.

⁵⁴ Pode ser do interesse dos acionistas maioritários furtar-se ao regime e ao escrutínio associados à negociação em mercado regulamentado de forma a evitar que estranhos interfiram no controlo da atividade societária. Cf. *Ibid.*, *loc. cit.* Tal acontece com frequência no âmbito dos acionistas dominantes de uma sociedade familiar, como referem CROCI, Ettore, DEL GIUDICE, Alfonso – *Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe*, (2011), pp. 18 e 19.

⁵⁵ CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 732, e FERREIRA, Manuel Requicha (2009), *op. cit.*, p. 26.

⁵⁶ FRADA, Manuel A. Carneiro da, e GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.*, p. 28.

⁵⁷ Sobre todo este ponto, CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, pp. 735 e 736 e FERREIRA, Manuel Requicha (2009), *op. cit.*, pp. 31 a 34.

Chegados a este ponto e uma vez elencados os interesses da sociedade e dos seus sócios dominantes na concretização do *delisting*, assim como os prejuízos que o mesmo pode acarretar para os seus minoritários, deparamo-nos com uma verdadeira colisão de interesses. Serão estes passíveis de compatibilização? Em que termos?

Não existem dúvidas de que a solução adequada para esta problemática passará pela ponderação dos interesses contrapostos atendendo aos “pressupostos da *necessidade, adequação e proporcionalidade*, sacrificando, na medida do *mínimo necessário*, cada um dos princípios em conflito”⁵⁸ pelo que, será tão inapropriado atentar apenas aos interesses da sociedade e dos acionistas majoritários e deixar sem tutela os acionistas livres, como também o será impor a uma sociedade ou aos seus acionistas dominantes uma proibição de optar pelo abandono do mercado regulamentado ou a sujeição a um regime jurídico desajustado dos seus objetivos⁵⁹.

Princípio estruturante do Direito societário português⁶⁰, a tutela das minorias é essencial para o desenvolvimento dos mercados de capitais, que dependem da confiança dos investidores⁶¹. No entanto, quando a mesma é encarada de um modo excessivo, pode ser geradora de ineficiências na gestão e na avaliação das sociedades⁶² e até consubstanciar um meio conducente abusos de minoria⁶³. Nesta linha, e de forma a acautelar as posições de todos os envolvidos num processo de *delisting*, a doutrina tem apresentado algumas soluções passíveis de tutelar os sócios minoritários sem incapacitar a sociedade em questão e os seus sócios majoritários⁶⁴. Desde logo, sugere-se que a exclusão seja previamente deliberada em assembleia geral e aprovada por uma maioria qualificada. Assim, para além de ser dada uma oportunidade de discussão e negociação de garantias aos acionistas minoritários, é facultado aos mesmos um mecanismo de controlo contra eventuais abusos por parte dos sócios

⁵⁸ SILVA, Paula Costa e, e REIS, Nuno Trigo dos, *op. cit.*, p.50, itálico dos autores.

⁵⁹ Neste sentido, *Ibid.*, *loc. cit.*; FERREIRA, Manuel Requicha (2009), *op. cit.*, p. 35.

⁶⁰ FRADA, Manuel A. Carneiro da, e GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.*, pp. 29 a 34.

⁶¹ MAUME, Philipp, *op. cit.*, p.6.

⁶² THOMSEN, Steen, e VINTEN, Frederik – *Delistings in Europe and the Costs of Governance*, (2007), p. 19. Estes autores concluem que o número de exclusões dos mercados regulamentados e a emergência de novas regras de *corporate governance* estão relacionados de forma positiva, o que traduz a *overregulation hypothesis*. Nesta linha, concluem que as normas que visam a proteção das minorias são necessárias e essenciais, no entanto deve-lhes ser colocado um limite para evitar que os custos delas decorrentes não excedam os benefícios associados à negociação em mercado regulamentado.

⁶³ Sobre os abusos de minoria veja-se TRIUNFANTE, Armando Manuel (2004) – *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos de Minoria Qualificada, Abuso de Direito*. Coimbra: Coimbra Editora, pp. 403 e ss.

⁶⁴ Veja-se, FERREIRA, Manuel Requicha (2009), *op. cit.*, pp. 35 a 37, CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 736, e FRADA, Manuel A. Carneiro da, e GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.*, pp. 28 e 29.

maioritários. O estabelecimento de uma dilação temporal considerável entre o momento em que a decisão de *delisting* é tomada e o momento em que as ações são efetivamente excluídas do mercado regulamentado, é outro meio sugerido pela doutrina para a tutela dos acionistas minoritários⁶⁵. Teoricamente, tal hiato temporal permitirá aos sócios dissidentes contornar, através da venda das respetivas ações, a perda da liquidez associada à exclusão da negociação em mercado regulamentado. Ao lado destes, a previsão, na lei ou nos estatutos de uma sociedade, de um direito de exoneração mediante o pagamento de uma contrapartida justa, ou a criação de um dever de lançamento de uma OPA de saída do mercado, permitiria aos acionistas discordantes com a decisão de exclusão da negociação em mercado regulamentado sair da sociedade e garantir a liquidez imediata das suas ações.

Aqui chegados, questionámo-nos: qual terá sido a posição adotada pelo legislador português nesta matéria?

4. O *Delisting* no ordenamento jurídico português.

De olhos postos na lei jus-mobiliária portuguesa podemos concluir que o art. 213º CVM é o único preceito deste diploma que prevê, expressamente, a exclusão da negociação de ações em mercado regulamentado. Apesar disto, e atentando à letra do seu nº1, apenas o faz na perspetiva decisória da entidade gestora do mercado regulamentado. Esta última “ (...) pode, a menos que tal medida seja suscetível de causar prejuízos significativos aos interesses dos investidores e ao funcionamento regular do mercado, (...) excluir instrumentos financeiros da negociação.” Nesta linha, verificamos que o legislador nacional não dispensou qualquer atenção ao *delisting* resultante da simples vontade sociedade emitente. Assim sendo, poderemos concluir pela sua inadmissibilidade ordenamento jurídico português? Terá sido esta a forma de tutela prevista pelo legislador para os acionistas minoritários? Ou pelo

⁶⁵ À primeira vista, este parece ser um método benéfico para as empresas já que não as sujeita a qualquer tipo de custos diretos, no entanto quando este “período de graça” se alarga em demasia pode atrasar o processo de *delisting* e ir ao desencontro dos interesses daquelas. *Ibid.* p.8. De acordo com o mesmo autor, não acreditamos que este hiato temporal *per se* seja suscetível de prestar uma proteção adequada às minorias, devendo antes ser combinado com outros instrumentos de tutela.

contrário, devemos construir interpretativamente uma norma permissiva ou condicionante da saída do mercado por iniciativa da sociedade emitente⁶⁶?

4.1. A (in)admissibilidade do *hot delisting*.

A doutrina divide-se quando a discussão se desenrola em torno da admissibilidade de um *hot delisting* em Portugal. Alguns autores rejeitam-na a todo o custo, justificando a sua posição não só com aplicação do princípio da legalidade ao procedimento de exclusão e a inexistência de uma previsão legal que consagre expressamente o cancelamento da negociação por iniciativa da sociedade emitente⁶⁷, mas também atentando à complexidade de interesses que gravitam em volta do processo de *delisting*. Outros discordam veemente com os primeiros e para além de apresentarem referências regulamentares que sustentam a viabilidade da exclusão voluntária à luz do princípio da legalidade⁶⁸, consideram que o próprio art. 213º CVM não diz respeito, de forma exclusiva, ao *delisting* forçado ou ao *delisting* voluntário. Na perspetiva destes, o preceito referido cuida somente da decisão de exclusão da negociação, que será sempre tomada pela entidade gestora do mercado regulamentado em causa, independentemente de quem iniciar o procedimento de exclusão. Ora, o *delisting* assume a veste voluntária ou forçada em função de quem inicie o referido procedimento e assim, à luz da interpretação construída por esta parte da doutrina, este será sempre admitido quando não seja apto causar prejuízos significativos aos interesses dos investidores e ao funcionamento regular do mercado⁶⁹.

Apesar das acentuadas divergências doutrinárias, unânime é que a total proibição de uma exclusão voluntária da negociação em mercado regulamentado não seria uma boa solução⁷⁰. Os defensores de uma proibição absoluta do *delisting* a pedido da sociedade emitente entendem que o *cold delisting*, previsto nos regimes de perda da

⁶⁶ SILVA, Paula Costa e, e REIS, Nuno, Trigo dos, *op. cit.*, p. 55.

⁶⁷ Neste sentido, OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *op. cit.*, p. 97, CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 737.

⁶⁸ FERREIRA, Manuel Requicha (2009), *op. cit.*, p. 140, refere não apenas o art. 4º do Regulamento da CMVM nº 17/2000, mas também a regra 6905/1 (i) do Regulamento I da Euronext que prevê a exclusão da negociação de valores mobiliários admitidos à negociação a pedido do emitente. Esta regra mantém-se no Regulamento I da Euronext que entrou em vigor a 6 de Março de 2017.

⁶⁹ *Ibid.*

⁷⁰ CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 738. Para além do enfraquecimento da concorrência entre mercados regulamentados, o receio de uma perpetuação do estatuto de sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, com todos os custos a ele inerentes, conduziria a um esvaziamento dos mercados.

qualidade de sociedade aberta e da aquisição potestativa mobiliária, será uma forma de equilibrar o regime nacional e evitar que as sociedades se tornem verdadeiras “prisioneiras das bolsas”⁷¹. Apresentando um ponto de vista distinto, outros autores sublinham a possibilidade de haver interesse em abandonar a negociação em mercado regulamentado e manter o estatuto de sociedade aberta⁷² e nesta linha, não compreendem que aquelas sejam as únicas vias para uma sociedade se retirar voluntariamente do mercado regulamentado. Além disto, os mesmos alegam que tamanha rigidez por parte do sistema jus-mobiliário português, para além de não consubstanciar uma solução passível de equilibrar todos os interesses em conflito no decorrer de um processo de *delisting*, poderia trazer graves consequências para o funcionamento os mercados regulamentados nacionais, já que outros ordenamentos jurídicos a nível comunitário consagram expressamente a exclusão da negociação decorrente de simples pedido da sociedade emitente e ao lado desta, mecanismos que permitem assegurar a tutela daqueles cuja posição jurídica resulta particularmente afetada: os sócios minoritários⁷³.

4.1.1. No ordenamento jurídico espanhol.

Os arts. 81º e 82º do *Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores* consagram expressamente a exclusão da negociação em mercado regulamentado na ordem jurídica espanhola⁷⁴. Ao lado do *delisting* por iniciativa da *CNVM* ou da entidade gestora do mercado regulamentado em causa, previsto no art. 81º *LMV*, o art. 82º *LMV* preceitua a exclusão promovida pela sociedade emitente das ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. À luz do mesmo, quando a assembleia geral de uma sociedade com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado decida pelo *delisting* das ações de que é emitente, essa mesma sociedade incorre na obrigação de lançar uma OPA de saída do mercado dirigida a todos os acionistas - e titulares de outros valores mobiliários - afetados com a decisão de exclusão⁷⁵. Os termos dessa oferta, assim como a contrapartida oferecida, devem igualmente ser

⁷¹ *Ibid.*

⁷² OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *op. cit.*, p. 596.

⁷³ FERREIRA, Manuel Requicha (2009), *op. cit.*, p. 141.

⁷⁴ Sobre todo este ponto veja-se, RUIZ, Fernando Vives, *op. cit.* pp. 270 e ss.

⁷⁵ Art. 82º nº2 *LMV*. Tal obrigação é suscetível de ser afastada pela *CNVM* quando esteja assegurada a proteção dos acionistas ou de titulares de outros valores mobiliários afetados, descontentes. As exceções à obrigação de lançamento de OPA de saída do mercado estão taxativamente consagradas no art. 11º do *Real Decreto 1066/2007, de 27 de Julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.*

objeto de deliberação na assembleia geral que decidiu pela exclusão da negociação⁷⁶, não obstante aquela última ser necessariamente de natureza monetária e nunca poder ser inferior ao valor mais elevado resultante, ou dos critérios previstos no art. 9º do *Real Decreto* 1066/2007, ou dos métodos de valorização consagrados no nº5 do art. 10º do mesmo diploma⁷⁷.

4.1.2. No ordenamento jurídico inglês.

No Reino Unido⁷⁸, as regras respeitantes ao *delisting* encontram-se na *LR 5.2* do *FCA Handbook*. Aqui, à semelhança do que acontece no ordenamento jurídico espanhol, o *delisting* forçado é consagrado ao lado das modalidades de *delisting* voluntário e à luz da epígrafe da *LR 5.2.4*, “*Cancellation at issuer’s request*”, não restam dúvidas quanto à admissibilidade do *hot delisting* na ordem jurídica inglesa.

Quando estejam em causa ações representativas do capital social de uma sociedade cotada no segmento *premium* do *Main Market* da *LSE*⁷⁹, a exclusão das mesmas da negociação exige, à luz da *LR 5.2.5 (2)*, uma deliberação da assembleia geral nesse sentido, aprovada não apenas por uma maioria de 75%, mas também, quando a sociedade em causa tenha um sócio controlador, por uma maioria simples dos acionistas minoritários. Além disto, a sociedade em questão encontra-se obrigada a enviar uma circular, previamente aprovada pela *FCA*, a todos os seus acionistas, cujo conteúdo deve integrar, para além do disposto nas *LR 13.3.1* e *13.3.2*, uma antecipação da data em que a exclusão terá lugar, data esta que deve distar no mínimo 20 dias uteis da deliberação da assembleia geral.

4.1.3. No ordenamento jurídico alemão.

Na Alemanha⁸⁰, o § 39 (2) *BörsG* consagra expressamente a admissibilidade da exclusão da negociação por simples pedido da sociedade emitente das ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. Tal, será permitido na medida que não seja

⁷⁶ Art. 82º nº3 *LMV* e art. 10º nº 4 *Real Decreto* 1066/2007.

⁷⁷ Art. 10º nº6 *Real Decreto* 1066/2007.

⁷⁸ Para todo este ponto veja-se, MAUME, Philipp, *op. cit.*, pp. 10 a 13.

⁷⁹ Sobre o *Main Market* e os seus segmentos de negociação veja-se o sítio *on-line* da *LSE* – *About the Main Market*.

⁸⁰ Sobre todo este ponto, ZETZSCHE, Dirk – *Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting*, (2013), p.8, OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *op. cit.*, pp. 599 e ss, e ainda MAUME, Philipp, *op. cit.*, pp. 16 e ss.

contrário aos interesses dos investidores e desde que seja lançada uma OPA de saída do mercado, nos contornos desenhados no *WpÜG*, a todos os acionistas da sociedade em questão⁸¹. Curiosamente, este último requisito para o desenrolar de um *hot delisting*, nem sempre esteve previsto neste preceito. Pelo contrário, este sublinhava a importância de a exclusão não colidir com os interesses dos investidores e limitava-se a remeter a regulamentação deste fenómeno para os regulamentos dos mercados regulamentados em questão, talvez por entender que o *delisting* deveria ser cuidado atentando ao mercado onde as ações estão admitidas à negociação⁸². O Regulamento da Bolsa de Frankfurt por exemplo, no seu § 46 chegou a prever o simples decorrer de um período de tempo razoável entre o momento em que a exclusão era anunciada e o momento em que a mesma surtia efeito como único mecanismo de tutela dos investidores, o que a tornaria acentuadamente deficitária. Tudo mudou com a decisão do *BGH* no caso *Macrotron*.

Em moldes sumários, a sociedade *Ingram Macroton AG*, por entender que os benefícios que retirava da negociação em mercado regulamentado não justificavam os encargos acarretados e por acreditar que a subcotação das suas ações prejudicava gravemente o desenvolver da atividade societária, quis retirar as ações representativas do seu capital social da negociação em mercado regulamentado. Neste sentido, a administração desta sociedade, munida de competências que lhe teriam sido previamente atribuídas por uma deliberação social da assembleia geral de acionistas, requereu o *delisting* das referidas ações dos mercados regulamentados onde as mesmas se encontravam em negociação, nomeadamente, a *Frankfurter Börse* e a *Bayerischen Börse*. Os minoritários, sentindo-se lesados com a decisão de saída do mercado, desafiaram a validade da deliberação social que promoveu tal transferência de competências. Quando a questão chegou ao *BGH*, depois de ser considerada improcedente nos tribunais inferiores, este considerou não existir fundamento para a anulação da mesma, mas definiu os requisitos cujo cumprimento garantiria a proteção dos minoritários em caso de *hot delisting*. Em primeira linha, este teria de ser necessariamente decidido numa deliberação de assembleia geral de acionistas especialmente convocada para o efeito, por aprovação de uma maioria

⁸¹ Quando as ações em causa passem a ser negociadas noutra mercado regulamentado alemão ou a funcionar na Área Económica Europeia, a obrigação de lançamento da referida OPA de saída do mercado é afastada, o que se compreende uma vez que, como vimos acima, nestes casos estaremos perante uma figura que se distingue do *delisting*: a alteração de mercado regulamentado.

⁸² SILVA, Paula Costa e, e REIS, Nuno Trigo dos, *op. cit.*, p.59.

simples. A convocatória para a referida assembleia deveria oferecer um mínimo de informação relativa à exclusão e finalmente, a sociedade emitente ou o seu acionista maioritário encontrar-se-iam obrigados ao lançamento uma OPA sobre as ações dos acionistas descontentes, cuja contrapartida seria suscetível de controlo judicial através de um procedimento especial de avaliação. Este tribunal, contrariamente ao esperado, negou expressamente a aplicabilidade da doutrina *Holz Müller*⁸³ a este caso, afirmando que o *delisting* não tem impacto na estrutura interna de uma sociedade ou nos direitos dos acionistas. Antes, fundamentou a sua decisão no § 14 Abs. 1 *GG*, que consagra a garantia constitucional da propriedade, a qual, na ótica do *BGH*, não protege apenas a propriedade das ações mas também a possibilidade de as alienar a qualquer momento⁸⁴.

Nos anos que se seguiram, dúvidas surgiram quanto à aplicabilidade dos princípios *Macrotron* às situações *downlisting* e nessa linha, em 2012 o *BVerfG* foi chamado a pronunciar-se sobre a constitucionalidade dos mesmos, nos casos *Lindner* e *MVS*. Este tribunal afirmou a competência do *BGH* para exigir o cumprimento de requisitos adicionais e condicionantes do *delisting*, como terá acontecido aquando a decisão *Macrotron*, no entanto, rejeitou veemente a justificação constitucional prestada pelo mesmo, justificando-se com o facto de a exclusão da negociação do mercado regulamentado não prejudicar o direito de propriedade dos acionistas sobre as ações na medida que estes mantêm todos os direitos inerentes à sua participação social, inclusive o direito de a alienar.

Em 2013, em reposta ao juízo proferido pelo *BVerfG* e aquando o julgamento do caso *Frosta*, o *BGH* afastou por completo os requisitos formulados no caso *Macrotron*. Aqui, estaria em causa a exclusão das ações representativas do capital social da *Frosta AG* da *Börse Berlin*, para passarem a ser negociadas no *Entry Standard* da *Frankfurter Wertpapierbörse*, um mercado não regulamentado à luz das exigências europeias. O Tribunal de Justiça Federal Alemão começou por afirmar que neste caso não pode ser feita uma analogia com o § 29 (1) *UmwG*⁸⁵, na medida que

⁸³ À qual atentaremos adiante.

⁸⁴ LÖBBE, Marc – “Corporate Groups: Competences of the Shareholders’ Meeting and Minority Protection – the German Federal Court of Justice’s recent *Gelatine* and *Macrotron* Cases Redefine the *Holz Müller* Doctrine”, *German Law Journal*, nº9, (2004) p. 1070.

⁸⁵ A partir de 2007, a sociedade não cotada resultante de uma fusão de uma sociedade com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado com uma sociedade incorporante onde isso não acontece é obrigada, à luz do § 29 (1) *UmwG*, a adquirir as ações de todos os acionistas descontentes da

este preceito não consagra um princípio geral passível de ser aplicado fora do âmbito do *delisting* resultante de uma operação de fusão. Além disto, assumiu que o *delisting* não pode ser comparado com as alterações estruturais de uma sociedade, as quais ficam condicionadas a uma deliberação da assembleia geral e ao pagamento de uma compensação adequada dos acionistas dissidentes, e que por isso, não se pode exigir qualquer proteção adicional dos sócios minoritários. Ainda, fundamentou a sua decisão afirmando que vários estudos comprovam que a descida dos preços das ações após o anúncio da sua exclusão do mercado regulamentado não é regra, não sendo necessária uma proteção adicional dos minoritários. Argumento este que não nos parece válido uma vez que os estudos em que o tribunal se baseia foram realizados entre 2001 e 2009, ou seja, num intervalo temporal em que, à luz da jurisprudência *Macroton*, era exigido o lançamento de uma OPA sobre as ações dos minoritários e nessa linha evitada a venda desenfreada das mesmas, ainda que abaixo do seu valor real. Finalmente, o *BGH* entendeu que a proteção oferecida pelo § 39 *BörsG* seria suficiente e qualquer perda possível seria evitada pelos minoritários ao venderem as suas ações dentro do “período de graça” consagrado na regulamentação dos mercados regulamentados, como acontecia no § 46 do Regulamento da Bolsa de Frankfurt. Tal entendimento não pode deixar de ser questionado uma vez que existiam regulamentos de mercados regulamentados que não previam tal lapso temporal, ficando os acionistas minoritários impossibilitados de alienar as suas ações e minimizar as perdas resultantes de uma exclusão da negociação em mercado regulamentado. Que a decisão *Frosta* terá sido um marco cuja relevância na jurisprudência alemã, é inquestionável. Aplaudida por uns, porque para além de permitir às sociedades retirarem-se do mercado regulamentado de uma forma célere e pouco custosa, trouxe consigo a certeza necessária relativamente aos requisitos exigíveis para uma saída do mercado. Outros, pelo contrário, não lhe poupariam críticas, face à impossibilidade dissociar o *delisting* da acentuada desproteção dos acionistas minoritários.

Com a transposição da Diretiva 2013/50/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2013, o legislador alemão entendeu que seria também altura de rever e reformular as condições exigidas para que se proceda à exclusão da negociação em mercado regulamentado, de forma a emendar um regime de tutela das

sociedade incorporada. Apesar de aquando esta reforma legislativa não ter sido feita nenhuma referência à decisão *Macroton*, muitos estudiosos entendem que a sua influência é inegável. MAUME, Philipp, *op. cit.*, pp. 17 e 18.

minorias que se demonstrou inadequado ao longo do tempo. Nesta linha, desde 27 de Outubro de 2015, a concretização de um *delisting* dos mercados regulamentados alemães obriga ao lançamento de uma OPA sobre as ações dos acionistas minoritários, incondicional e cuja contrapartida não poderá ser inferior ao valor médio das ações nos seis meses anteriores à publicação do anúncio referente à intenção de lançar a oferta e abandono do mercado regulamentado⁸⁶.

4.1.4. No ordenamento jurídico português: a necessidade de tutela dos acionistas minoritários.

Aqui chegados e de olhos postos na multiplicidade de argumentos contrastantes apresentados pela doutrina, não são poucas as dúvidas que se levantam especialmente relacionadas com a inadmissibilidade do *hot delisting* nos mercados regulamentados nacionais. A verdade é que, apesar de não conseguirmos aceitar alguns dos argumentos apresentados por aqueles que defendem o acolhimento na ordem jurídica portuguesa de uma exclusão da negociação por simples pedido da sociedade emitente, esta parece-nos uma hipótese mais viável do que a sua proibição.

Seguindo o entendimento de Madalena Perestrelo de Oliveira, discordamos com aqueles autores que apontam o art. 4º nº1 do Regulamento da CMVM nº 17/2000 e a regra 6905/1 (i) do Regulamento I da Euronext como referências permissivas de um *hot delisting*⁸⁷. O primeiro prevê a possibilidade de o emitente requerer, fundamentadamente e se daí não advierem prejuízos relevantes para os investidores, a exclusão da negociação. No entanto, o mesmo refere-se exclusivamente ao mercado sem cotações⁸⁸, não devendo a aplicação desta norma ser alargada aos restantes mercados de valores mobiliários, por não estar para eles especialmente desenhada. Por sua vez, a regra 6905/1 (i) do Regulamento I da Euronext, sujeita o regime da exclusão da negociação a pedido da sociedade emitente à conformidade com a regulamentação nacional, pelo que o argumento em que a admissibilidade de um *hot delisting* pode ser sustentada nesta norma, também não poderá ser levado em consideração. Ainda, a perspetiva desta parte da doutrina face ao art. 213º CVM não

⁸⁶ Sobre a nova regulamentação do *delisting* na Alemanha, veja-se o sítio *on-line* da BAFIN, *Delisting: Stock Exchange Act - requirement to make compensation offer to shareholders*, e ainda da Skadden, *New German Delisting Rules Aim to Protect Investors*.

⁸⁷ OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *op. cit.*, p. 592, nota 11.

⁸⁸ Sobre estes, FERNANDES, Ricardo Sá (1997) – *O Direito dos mercados em geral e o mercados de valores mobiliários em especial*. Separata de Direito dos Valores Mobiliários, Lisboa: Lex, p. 198.

nos parece a mais correta. Cremos que quando o legislador no nº1 do referido preceito consagrou a competência da entidade gestora do mercado regulamentado para excluir instrumentos financeiros da negociação, este terá querido sublinhar a legitimidade de esta, por sua iniciativa, iniciar o procedimento de exclusão, sendo inclusivamente apresentados, no nº3, os fundamentos que podem justificar tal decisão. Neste sentido, entendemos que confinar esta norma à mera capacidade decisória da entidade gestora do mercado regulamentado será irrazoável, alargando o sentido da letra da lei para além do aceitável. O facto de poder existir o interesse em manter a qualidade de sociedade aberta após o cancelamento da negociação em mercado regulamentado e a previsão expressa de um *hot delisting* nos ordenamentos jurídicos vizinhos, leva-nos a ponderar a possibilidade de estarmos perante uma verdadeira lacuna de previsão carente de integração. O direito privado, que ocupa um lugar central no âmbito do direito dos valores mobiliários⁸⁹, diz-nos que “a ausência de previsão não corresponde necessariamente a proibição”⁹⁰. Nesta linha, não nos parece que a admissibilidade de uma exclusão da negociação em mercado regulamentado por simples iniciativa da sociedade emitente seja inconcebível no ordenamento jus-mobiliário português.

O argumento respeitante à complexidade e sensibilidade da malha de interesses envolvidos na operação de *delisting*, apresentado por aqueles que repudiam a possibilidade do cancelamento da negociação em mercado regulamentado por mera vontade da sociedade emitente, não pode ser considerado quando a questão se reduz à admissibilidade deste último na ordem jurídica portuguesa. Face às consequências resultantes do *delisting* para os acionistas minoritários da sociedade emitente, será simples de concluir que, independentemente da modalidade que o mesmo assuma, será sempre necessário tomar mão de medidas de tutela das minorias. Aliás, quando o *delisting* resulte da perda de qualidade de sociedade aberta, tal como consagrado no art. 29º nº2 CVM, a necessidade de proteção das minorias assume especial relevância, uma vez que os acionistas minoritários não são apenas lesados com a perda da negociabilidade das ações de que são titulares ou com a diminuição das exigências ao nível da transparência e da divulgação de informações⁹¹, mas também com a perda

⁸⁹ CÂMARA, Paulo, *op. cit.*, p. 23.

⁹⁰ OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *op. cit.*, p. 596.

⁹¹ ALMEIDA, António Pereira de (2013) – *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. 1, 7ª edição (reformulada e atualizada), Coimbra: Coimbra Editora, pp. 570 a 584.

dos benefícios especiais decorrentes do estatuto próprio das sociedades abertas⁹². Assim, e atentando aos regimes consagradores de *hot delisting* em outros ordenamentos jurídicos próximos, acreditamos que a proibição da exclusão voluntária da negociação em mercado regulamentado por vontade da sociedade emitente, não será a melhor forma de proteger a posição jurídica dos vários intervenientes na estrutura de uma sociedade cotada. Ao invés, defendemos a sua admissibilidade e sublinhamos a necessidade de o legislador fixar os requisitos necessários à concretização da operação de *delisting*, qualquer que seja a sua modalidade, atentando cuidadosamente aos vários interesses em jogo, em especial dos minoritários, através da criação de mecanismos de tutela de carácter procedimental e/ou material de forma a evitar a frustração dos mesmos e a garantir a proteção da expectativa destes últimos relativamente ao investimento realizado numa sociedade que lhes atribuía um determinado estatuto jurídico⁹³.

5. A tutela dos sócios minoritários.

5.1. Na perda da qualidade de sociedade aberta.

O art. 531º-A do CdMVM pretérito consagrava apenas duas condições, independentes entre si, para que uma sociedade pudesse requerer a perda da qualidade de sociedade de subscrição pública: que a assembleia geral assim o tivesse deliberado por uma maioria superior a 90% dos votos correspondentes ao capital social ou, quando em decorrência do lançamento de uma oferta geral de aquisição o oferente passasse a deter, direta ou indiretamente, pelo menos 90% dos direitos de voto correspondentes a cada uma das espécies e categorias de valores mobiliários objeto da oferta. Por sua vez, o art. 27º nº1 do atual CVM consagra três pressupostos cuja verificação legitima a sociedade ou o seu acionista maioritário, a requerer junto da CMVM⁹⁴ a perda da qualidade de sociedade aberta. Tal será possível quando, em consequência de uma OPA, um acionista passe a deter mais de 90% dos direitos de voto, calculados nos termos do art. 20º nº1 CVM, quando a perda da qualidade de

⁹² Sobre o estatuto especial das sociedades abertas, veja-se em cima nota nº39, e ainda ALMEIDA, António Pereira de, (2013), *op. cit.*, Vol. 1, pp. 551 e ss.

⁹³ *Ibid.*

⁹⁴ À luz do art. 27º nº2 CVM.

sociedade aberta seja deliberada em assembleia geral da de acionistas por uma maioria não inferior a 90% do capital social e em assembleias dos titulares de ações especiais e de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou aquisição de ações por maioria não inferior a 90% dos valores mobiliários em causa, ou quando tenha decorrido um ano sobre a exclusão da negociação das ações em mercado regulamentado, sendo esta exclusão fundada na falta de dispersão pelo público⁹⁵.

Apesar das dissemelhanças apontadas, os preceitos em apreço distinguem-se ainda - e de forma essencial - no tratamento oferecido às minorias. No anterior regime, notava-se uma preocupação soberba com a tutela dos sócios minoritários da sociedade em vias de perder a qualidade de sociedade de subscrição pública. Independentemente do fundamento utilizado para legitimar tal operação, a mesma estaria condicionada à constituição de uma obrigação de aquisição, no prazo de três meses contados a partir da divulgação do deferimento da CMVM, pelos acionistas que tivessem aprovado a deliberação social ou lançado a oferta geral de aquisição ou pela própria sociedade, dos valores mobiliários pertencentes aos acionistas que não tenham votado a favor da deliberação social relativa à perda de qualidade de sociedade de subscrição pública, ou que não os tenham alienado na referida oferta pública de aquisição⁹⁶. Com a entrada em vigor do CVM, a obrigação de aquisição das ações dos minoritários⁹⁷ passou a ser imposta apenas quando a perda da qualidade de sociedade aberta encontra fundamento numa deliberação da assembleia geral aprovada por uma maioria não inferior a 90% do capital social, o que se mantém até aos dias de hoje.

Como referido em cima, a perda da qualidade de sociedade aberta, para além de acentuadas deficiências informativas, implica, à luz do art. 29º n.º2 CVM, “a imediata exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade e dos valores mobiliários que dão direito à sua subscrição ou aquisição”, o que por sua vez conduz à perda da liquidez das ações cujos titulares são acionistas minoritários. O legislador, tendo em vista a tutela destes últimos, obrigou a sociedade em questão a indicar um acionista, que se obrigue a adquirir, no prazo de três meses após a decisão favorável da CMVM, os valores mobiliários pertencentes àqueles que se mostraram descontentes com a operação e ainda, a caucionar a referida obrigação por garantia

⁹⁵ Apenas as alíneas a) e b) do n.º1 do art. 27º CVM traduzem casos de *cold delisting* e portanto, só essas merecem a nossa atenção no ponto em apreço.

⁹⁶ SILVA, Paula Costa e, e REIS, Nuno Trigo dos, *op. cit.*, p. 52.

⁹⁷ Prevista no art. 27º n.º3 CVM.

bancária ou depósito em dinheiro efetuado em instituição de crédito. Curiosamente, apenas o fez para os casos em que a perda da qualidade de sociedade aberta se baseie numa deliberação da assembleia geral pelo que, quando em consequência de uma OPA um acionista passe a deter mais de 90% dos direitos de voto e queira requerer a perda da qualidade de sociedade aberta, o mesmo estará, à partida, dispensado “de oferecer aos acionistas minoritários qualquer contrapartida pelas suas ações.”⁹⁸

Vários autores questionam-se quanto à opção tomada pelo legislador aquando a redação do atual art. 27º CVM. Por um lado, existem aqueles que a aplaudem por entenderem que tal obrigação consubstanciaria “uma dupla instância de saída ou um duplo direito potestativo à alienação das participações dos acionistas minoritários”⁹⁹. A OPA que antecede o requerimento de perda da qualidade de sociedade aberta seria perfeitamente adequada para tutelar os acionistas minoritários, não sendo relevante o facto de a mesma se situar em momento anterior à perda da qualidade de sociedade aberta já que, um acionista diligente e minimamente bem informado deverá conseguir prever com facilidade as consequências decorrentes de uma concentração de direitos de votos resultante de uma OPA, não apenas porque a perda da qualidade de sociedade aberta e a consequente exclusão do mercado regulamentado são efeitos tipicamente queridos por um acionista titular da maioria dos direitos de voto, mas também porque a mesma encontra-se prevista na lei como uma consequência possível de uma oferta pública de aquisição bem-sucedida¹⁰⁰.

Ao invés, outros estudiosos entendem que a letra do art. 27º CVM resulta de uma “evolução legislativa descoordenada”¹⁰¹. Quando, em consequência de uma OPA, um acionista passe a ser titular de uma percentagem de direitos de voto não inferior a 90%, este fica colocado perante uma “confortável alternativa”¹⁰²: pode optar por manter a qualidade de sociedade aberta, por requerer a perda dessa qualidade ou ainda, exercer o direito de aquisição potestativa, caso estejam verificados os requisitos adicionais consagrados no art. 194º CVM, os quais se traduzem não apenas na exigibilidade da aquisição de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, mas ainda na aquisição de 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta

⁹⁸ FRADA, Manuel A. Carneiro da, e GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.*, p. 37.

⁹⁹ SILVA, Paula Costa e, e REIS, Nuno Trigo dos, *op. cit.*, p. 65.

¹⁰⁰ *Ibid.*, pp. 70 e 71.

¹⁰¹ Sobre este ponto, FRADA, Manuel A. Carneiro da, e GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.*, pp. 42 e ss.

¹⁰² SILVA, Paula Costa e, e REIS, Nuno Trigo dos, *op. cit.*, p. 56, nota 6.

pública de aquisição¹⁰³. Ora, quando a OPA em apreço não tenha o sucesso exigido pelo art. 194º nº1 CVM e o oferente opte por requerer a perda da qualidade de sociedade aberta, os acionistas minoritários que não tenham alienado as suas ações naquela oferta, notam a desproteção do seu investimento já que, para além de o acionista maioritário não se encontrar obrigado a adquirir as suas ações mediante contrapartida justa calculada nos termos do art. 188º CVM, não podem também estes exercer o direito de alienação potestativa previsto no art. 196º CVM.

Tal não acontecia em momento anterior à transposição da Diretiva n.º 2004/25/CE, de 21 de Abril, relativa às ofertas públicas de aquisição. Antes, a letra do art. 194º nº1 CVM apenas exigia a aquisição de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital e assim, o mesmo acionista legitimado a requerer a perda da qualidade de sociedade aberta na sequência de uma OPA, seria o mesmo que podia tomar mão do mecanismo de aquisição potestativa, pelo que estaria sempre assegurado aos acionistas minoritários o direito de alienar as suas ações. A Diretiva n.º 2004/25/CE, no seu art. 15º nº2 trouxe consigo dois requisitos alternativos possivelmente aplicáveis aos regimes de aquisição potestativa dos Estados Membros:

“(…) a) O oferente detenha valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital com direito de voto e 90% dos direitos de voto da sociedade visada;

*ou*¹⁰⁴

b) O oferente tenha adquirido ou celebrado um contrato firme para adquirir, na sequência da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital da sociedade visada com direito de voto e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.”

O DL n.º 219/2006, de 02 de Novembro transpôs a referida Diretiva e no seu preâmbulo o legislador acentuou a pouca novidade que a mesma traria para o direito nacional em matéria de aquisição e alienação potestativa, referindo mesmo que “as

¹⁰³ Note-se que o art. 194º nº1 CVM exige que a OPA antecedente seja geral, face à especial delicadeza da operação de aquisição potestativa quando comparada com a perda da qualidade de sociedade aberta. CÂMARA, Paulo (2004) – “As operações de saída do mercado” in AA. VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Coimbra: Coimbra Editora, p. 150. Ora, à luz do princípio da generalidade da oferta consagrado no art. 173º CVM, qualquer OPA deve dirigir-se a todos os titulares de valores mobiliários de que dela são objeto, de forma a garantir a possibilidade de saída a todos os acionistas da sociedade. Nesta linha, e porque só assim faz sentido, daqui em diante trataremos da coordenação dos arts. 194º e 196º CVM com o art. 27º nº1 a) CVM assumindo que a oferta antecedente terá sido geral, todavia, sublinhando que nada na letra do art. 27º CVM remete para esse entendimento.

¹⁰⁴ *Itálico nosso.*

alterações introduzidas nos artigos 194.º a 196.º do CVM visam, no essencial, a harmonização dos prazos para lançamento destas ofertas e sobre a presunção da justeza da contrapartida”, pelo que alguns autores entenderam ser esta a verdadeira intenção do legislador. Não foi o que se verificou. A transposição da Diretiva n.º 2004/25/CE introduziu no art. 194.º CVM o requisito comunitário referente à aquisição dos 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta, sem proceder a qualquer alteração na letra do art. 27.º n.º1 a) CVM e nesta linha, os acionistas que até então usufruíam dos mecanismos de transmissão potestativa para assegurar o valor das suas participações sociais, deixaram de o poder fazer quando esta nova exigência não esteja cumprida. Na perspetiva daqueles que sustentam que tal curiosidade da lei jus-mobiliária portuguesa é resultado de uma forte descoordenação legislativa, se a intenção do legislador fosse retirar o direito de alienação potestativa aos acionistas minoritários, ele tê-la-ia manifestado, assim como fez relativamente à harmonização de prazos e à presunção de justeza da contrapartida. Ora, não se descortinando qualquer indício de que o legislador tenha querido alterar o nível de proteção dos acionistas minoritários, a cargo dos aplicadores do direito ficará a tarefa de encontrar a solução adequada para realizar o pensamento legislativo imperfeitamente expresso¹⁰⁵.

Do nosso ponto de vista, independentemente dos motivos que fundamentem as opções do legislador nesta matéria, a redação do art. 27.º n.º1 a) CVM carece de clareza no que respeita à tutela das minorias. Tal, transforma estas matérias num espaço de suposições e incerteza jurídica, tal como se verificou em 2013, quando a Tagus Holdings S.à.r.l. requereu à CMVM, nos termos do art. 29.º n.º2 CVM, a perda da qualidade de sociedade aberta da Brisa Autoestradas de Portugal¹⁰⁶.

5.2. Na exclusão do mercado regulamentado por simples vontade da sociedade emitente.

Admitindo-se a possibilidade de um *delisting* a quente no ordenamento jurídico português, pelas várias razões já expostas, não se colocam dúvidas no que respeita à necessidade de tutela dos acionistas minoritários de uma sociedade que opte por

¹⁰⁵ FRADA, Manuel A. Carneiro da, e GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.*, p. 44.

¹⁰⁶ Para uma análise detalhada da perda da qualidade de sociedade aberta da Brisa Autoestradas de Portugal, *vide* no sítio *on-line* da CMVM, *Perda de qualidade de sociedade aberta da Brisa Autoestradas de Portugal SA apresentada pelo Tagus Holdings, s.à.r.l.*

retirar as ações representativas do seu capital social da negociação em mercado regulamentado.

Em momento anterior tivemos não só a oportunidade de expor, de forma mais ou menos sucinta, as soluções propostas pela doutrina para proceder a uma ponderação equilibrada dos interesses em conflito aquando a realização de uma operação de *delisting*, mas também a oportunidade de estudar os regimes aplicáveis a essas mesmas operações em ordenamentos jurídicos estrangeiros, e nessa linha fomos desenhando um regime hipotético para aplicação às exclusões da negociação em mercados regulamentados nacionais.

5.2.1. A solução proposta.

5.2.1.1. Deliberação da assembleia geral de acionistas.

Em primeira linha, entendemos ser necessária a aprovação da decisão de *delisting* através de uma deliberação da assembleia geral da sociedade e logo aqui coloca-se a questão de saber se não será a administração da sociedade competente para requerer a exclusão da negociação em mercado regulamentado. Nas sociedades anónimas, das quais as sociedades abertas são um subtipo com características especiais, os poderes de gestão da vida societária estão concentrados no órgão de administração¹⁰⁷, no entanto, uma operação como a exclusão da negociação em mercado regulamentado, com consequências nefastas para os sócios minoritários, não deverá ser submetida a uma deliberação de acionistas nos termos do art. 373º n.º3 CSC?

A questão da repartição de competências entre a administração e a assembleia geral de uma sociedade e em especial a aceitação de uma competência *ex bona fide* desta última, foi largamente discutida na Alemanha aquando - e após - a decisão do caso *Holzmüller*¹⁰⁸. Aqui, a *J. F. Müller & Sohn AG*, uma sociedade que desde 1916 se dedicava ao comércio de madeiras e produtos afins, em 1967

¹⁰⁷ ABREU, Jorge M. Coutinho de (2013) – “Art. 373º - Forma e âmbito das deliberações” in AA.VV., Coord. ABREU, Jorge M. Coutinho de - *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. 6, Coimbra: Almedina, p. 20. Nas palavras deste autor, o princípio da “soberania” da assembleia geral, à luz do qual os sócios detinham competência para deliberar sobre tudo o pertinente à vida societária, está hoje ultrapassado.

¹⁰⁸ Sobre este ponto LÖBBE, Marc, *op. cit.*, pp. 1059 e ss., CORDEIRO, António Menezes (2006) – *SA: Assembleia Geral e Deliberações Sociais*, Coimbra: Almedina, pp.135 e ss, OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *op. cit.*, pp. 601 e ss.

constituiu, paralelamente ao seu negócio na indústria madeireira, uma empresa de transbordo, a qual se terá desenvolvido de forma exponencial até se tornar o negócio principal da sociedade em questão. Anos mais tarde, terá sido deliberado em assembleia geral o alargamento do objeto estatutário desta sociedade anónima, em termos tais que à *J. F. Müller & Sohn AG* passou a ser permitido constituir novas sociedades, adquiri-las ou participar nelas, podendo ainda transferir o seu negócio, total ou parcialmente, para as mesmas. Pouco tempo após esta alteração estatutária, a administração da sociedade constituiu uma sociedade em comandita por ações, a qual ficou totalmente no poder da *J. F. Müller & Sohn AG* e para onde terá sido transferido o negócio portuário, não tendo a assembleia geral de sócios sido chamada a pronunciar-se sobre o assunto. O *BGH* tendo sido chamado a pronunciar-se sobre o caso, começou por afirmar que apesar de o *AktG* não consagrar expressamente a obrigatoriedade de um *spin-off*¹⁰⁹ ser deliberado em assembleia geral de acionistas, quando esteja em causa uma interferência substancial nos direitos e nos interesses dos acionistas de uma sociedade, a administração é excecionalmente obrigada a requerer a aprovação da assembleia geral¹¹⁰ ainda que tal necessidade não esteja legalmente prevista. As reações a esta decisão foram fundamentalmente negativas, alegando os estudiosos que a mesma terá vindo promover a incerteza jurídica de forma imensurável. Só passados vários anos, com os casos *Gelatine*, é que o *BGH* veio clarificar a sua decisão anterior afirmando que a solução prevista na mesma seria de cariz excecional, apenas passível de ser aplicada quando verificados determinados requisitos, exigindo-se sempre que tal acontece, que a deliberação seja aprovada por uma maioria qualificada. No caso *Macrotron*, como já vimos em cima, o *BGH* optou por não tomar mão da doutrina *Holz Müller*, antes fundamentando a competência da assembleia geral para deliberar acerca da exclusão da negociação em mercado regulamentado na proteção constitucional da propriedade.

Face às implicações resultantes do *delisting* para posição jurídica e económica dos acionistas, a obrigação de a administração da sociedade requerer à assembleia geral uma deliberação relativa à exclusão da negociação em mercado regulamentado é inegável e pode basear-se numa miríade de fundamentos. Na linha de Madalena

¹⁰⁹ Veja-se, INVESTOPEDIA, *Spin off*.

¹¹⁰ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2012) – *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade: Por um Critério Unitário de Solução do “Conflito do Grupo”*, Dissertação de Doutoramento em Ciências Jurídicas na Faculdade de Direito da universidade de Lisboa, Lisboa: Almedina, p. 407, nota 1267.

Perestrelo de Oliveira, são os deveres de lealdade dos administradores perante os sócios que vinculam os primeiros a convocar uma assembleia geral para decidir a exclusão das ações representativas do capital social de uma sociedade da negociação em mercado regulamentado¹¹¹. Menezes Cordeiro entende que “sempre que a marginalização dos acionistas, pela importância do tema decidindo, [...] configure abuso de direito por absoluta contrariedade ao sistema e às suas valorações, haverá que chamar a assembleia geral a decidir”, sob pena de nulidade por violação do art. 334º CC¹¹². Zetzsche, por sua vez, compara o *delisting* a uma alteração dos estatutos sociais, e é nessa linha que afirma a necessidade de uma deliberação da assembleia geral¹¹³.

De onde nos encontramos, independentemente do motivo que seja apresentado para justificar a necessidade de uma deliberação da assembleia geral, acreditamos que a mesma é essencial quando falamos de uma operação com um impacto tão marcante na posição jurídica dos acionistas, e em especial dos minoritários. Não apenas porque lhes permite ter uma voz e negociar as condições da sua saída - ou permanência - na sociedade, mas também porque todo o processo de convocatória da assembleia geral - previsto nos arts. 21º-B e 21º-C do CVM, que exige a decorrência de um período de 21 dias entre a convocatória da reunião de assembleia geral e a sua efetiva concretização assim como a prestação de informações relevantes - oferece a garantia de que os mesmos não se encontrarão numa sociedade sem ações admitidas à negociação em mercado regulamentado de uma forma repentina¹¹⁴. Apesar disto, é irrefutável o argumento de que, não poucas vezes, a assembleia geral se reduz a uma mera formalidade¹¹⁵. Os acionistas minoritários dificilmente conseguirão convencer os majoritários a votar contra a saída da sociedade do mercado regulamentado e alterar o sentido da deliberação social.

Jesse Fried e Dirk Zetzsche¹¹⁶, embora para situações distintas, são defensores da exigência de uma “dupla maioria” aquando a deliberação do *delisting* em assembleia geral. Tal significaria que, à maioria da generalidade dos acionistas da sociedade, acresce a exigência de uma “maioria dos minoritários”. O primeiro,

¹¹¹ OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *op. cit.*, pp. 603 e ss.

¹¹² CORDEIRO, António Menezes, *op. cit.*, p. 139.

¹¹³ ZETZSCHE, Dirk, *op. cit.*, pp. 16 e ss.

¹¹⁴ *Ibid.*

¹¹⁵ OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *op. cit.*, p. 607.

¹¹⁶ FRIED, Jesse M., *op. cit.*, p. 157. ZETZSCHE, Dirk, *op. cit.*, p. 18.

referindo-se às operações *going dark*, entende que dar aos minoritários o poder de vetar¹¹⁷ uma deliberação dos acionistas dominantes garante um *delisting* verdadeiramente gerador de valor, uma vez que aquando a sua decisão, especial atenção será dada à satisfação dos acionistas livres, evitando-se a pressão desmesurada sobre os mesmos para vender as suas ações e a perda de valor daí adveniente. De olhos postos no ordenamento jurídico alemão, Zetsche assemelha o *delisting* a uma alteração estatutária, e nessa linha entende que ambos os fenómenos devem de ser tratados de forma semelhante pelo que, a validade de uma deliberação que aprove exclusão da negociação em mercado regulamentado deverá depender do consentimento daqueles acionistas que dela saíram, por princípio, prejudicados¹¹⁸. Entre nós não existe norma semelhante passível de ser aplicada pelo que um mecanismo de tutela complementar à deliberação da assembleia geral, que atente aos interesses díspares daqueles partilham a vida societária, não pode deixar de ser aplicado¹¹⁹.

5.2.1.2. O direito de exoneração dos acionistas dissidentes.

Nas palavras de Daniela Baptista, o direito de exoneração traduz-se numa “solução equitativa (...) para a conciliação de interesses contrapostos: o da sociedade (...) de se adaptar à evolução da realidade e do tráfico mercantil em que se insere e o dos sócios que não votaram a favor de determinada deliberação modificativa, (...) [e em] fazerem parte de uma sociedade que se tornou diferente daquela a que outrora haviam aderido”¹²⁰.

O *delisting*, como já referimos em cima, é um fenómeno cuja concretização implica uma evidente colisão de interesses e nesta linha, face às alterações a que conduz na posição jurídica dos acionistas minoritários, consubstancia uma vicissitude societária que torna inexigível a permanência dos mesmos na sociedade. Assim, de forma a evitar a submissão dos acionistas minoritários à vontade dos sócios dominantes, entendemos que na esfera jurídica dos primeiros deve gravitar um

¹¹⁷ Traduzindo a terminologia adotada pelo autor: “*shareholder-veto approach*”, em FRIED, Jesse M., *op. cit.*, p. 159.

¹¹⁸ Tal como acontece quando em consequência de deliberação social alguns acionistas se vejam lesados face a uma reorganização de classes de ações, ou à exigência de suportar obrigações adicionais, conforme os § 179 (3) e § 180 (1) *AktG*, respetivamente. ZETZSCHE, Dirk, *op. cit. loc. cit.*

¹¹⁹ Neste sentido, OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *op. cit.*, p. 607.

¹²⁰ BAPTISTA, Daniela Farto (2005) – “*O Direito de Exoneração dos Accionistas – Das suas causas*”, Coimbra: Coimbra Editora, p.12.

verdadeiro direito de exoneração¹²¹, ou seja, o direito de abandonar o ente social¹²², voluntária e unilateralmente, através do reembolso das ações representativas do capital social por estes detidas e a consequente extinção da qualidade de sócio¹²³.

À partida, o carácter tendencialmente aberto das sociedades anónimas e o princípio da livre transmissibilidade das ações expressamente consagrado no art. 328º nº1 CSC, parece esvaziar de sentido a previsão de um direito de exoneração para este tipo societário, especialmente quando estejam em causa sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado uma vez que, teoricamente, os seus acionistas serão capazes de a qualquer momento alienar as ações de que são titulares e recuperar o valor do seu investimento¹²⁴. Tal premissa não nos parece aceitável. O direito de exoneração, como verdadeiro direito individual de carácter voluntário e unilateral, consegue oferecer aos acionistas minoritários uma proteção que a negociação em mercado regulamentado é incapaz de igualar.

A volatilidade caracteriza os preços praticados em mercado regulamentado e assim, a simples possibilidade de aprovação de um *delisting* em assembleia geral e o consequente receio de desvalorização e de aprisionamento na sociedade, conduz a uma corrida desmesurada dos acionistas minoritários ao mercado, com o intuito de alienar, a todo e qualquer custos, as ações de que são titulares, o que se traduzirá numa acentuada depreciação do valor das mesmas. Pelo contrário, quando os acionistas minoritários têm a oportunidade de se exonerar da sociedade nos termos acima descritos¹²⁵, não terão de suportar os custos inerentes à negociação nos mercados regulamentados e mais importante, conseguirão alienar as suas ações mediante uma contrapartida justa, próxima do valor real das mesmas¹²⁶. Além disto, a simples possibilidade de exercício do direito de exoneração por um número

¹²¹ Também assim, OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *op. cit.*, p. 609.

¹²² Sobre o direito individual de um acionista a deixar de ser sócio, veja-se TRIUNFANTE, Armando Manuel (2004) – *A tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 281 e ss.

¹²³ BAPTISTA, Daniela Farto, *op. cit.*, p. 539.

¹²⁴ A doutrina divide-se quando a questão se prende com a admissibilidade causas estatutárias de exoneração nas sociedades anónimas. FONSECA, Tiago Soares da (2008) – *O Direito de Exoneração do Sócio no Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra: Almedina, pp. 274 e ss. Nós, na linha de BAPTISTA, Daniela Farto, *op. cit.*, pp. 359 e ss, 457 e ss, TRIUNFANTE, Armando Manuel, *op. cit.*, (...) *Direitos Individuais*, pp. 317 e ss, e FONSECA, Tiago Soares da, *op. cit.*, p. 277 e ss, acreditamos não se vislumbrarem motivos que impliquem a inadmissibilidade da criação estatutária de novas causas de exoneração de acionistas.

¹²⁵ BAPTISTA, Daniela Farto, *op. cit.*, pp. 359 e ss.

¹²⁶ Na linha de OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *op. cit.*, p. 612, calculada à luz do art. 188º CVM.

significativo de acionistas é suscetível influenciar as deliberações apresentadas em assembleia geral, podendo levar os sócios majoritários a apresentar “propostas de deliberação capazes de obter o consenso da maior parte possível do capital social e por isso, mais propícias à conciliação da vontade de todos os membros do ente empresarial”¹²⁷.

Por dar aos sócios a possibilidade de afastamento de uma sociedade que alterou o seu núcleo fundamental de modo substancial, o direito de exoneração assume o papel de garante do equilíbrio entre os vários interesses em conflito na realização de uma operação de exclusão da negociação em mercado regulamentado. Aliado a uma deliberação social aprovada por maioria qualificada, o direito de exoneração consubstanciará um mecanismo de tutela inegavelmente criador de valor que, para além de não negligenciar a vontade dos pequenos acionistas, permite aos restantes entes da teia societária continuar com a prossecução dos seus objetivos.

6. Conclusão.

O *delisting*, na ótica deste estudo e enquanto fenómeno jurídico-económico, traduz-se na exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações representativas do capital social de uma sociedade. O mesmo, assumindo a modalidade de *delisting* voluntário, tende a partir da sociedade emitente ou dos seus acionistas majoritários quando estes entendem que, de uma forma simplista, os custos inerentes à negociação em bolsa ultrapassam, larga e continuamente, os benefícios daí decorrentes. Os acionistas minoritários por sua vez, com a exclusão da negociação em mercado regulamentado, assistem à morte lenta da sua posição jurídica, suportando a acentuada perda de liquidez e a consequente depreciação do valor das ações de que são titulares. Face a esta colisão de interesses contrapostos, a doutrina tem vindo a apresentar algumas soluções que, cuidando da posição dos pequenos acionistas, não tolhem a sociedade ou os seus sócios dominantes de evoluir e reinventar-se ao ritmo exigido pelos mercados: a obrigatoriedade de uma deliberação da assembleia geral de acionistas, aprovada por maioria qualificada, o decorrer de um “período de graça” entre o momento em que o *delisting* é decidido e aquele em que se dá, efetivamente, a

¹²⁷ BAPTISTA, Daniela Farto, *op. cit.*, p. 482.

exclusão, a obrigação de lançamento de uma OPA de saída do mercado ou ainda, a atribuição aos acionistas minoritários de um verdadeiro direito de exoneração.

No ordenamento jus-mobiliário português, as questões respeitantes ao *delisting* surgem em momento anterior quando, após uma leitura atenta da letra da lei, nos deparamos com a inexistência de um preceito consagrador da exclusão da negociação de ações do mercado regulamentado por vontade da sociedade emitente das mesmas, *per si*. Alguns autores, deparando-se com tal vazio legal, negam a admissibilidade da mesma, não só por defenderem a aplicabilidade do princípio da legalidade ao *delisting*, mas também por atentarem à delicadeza dos interesses conflitantes que gravitam em volta de todo o processo de exclusão. Outros, apresentando uma miríade de argumentos em sentido contrário, sublinham a irrelevância da proibição de um *hot delisting* para a tutela dos vários interesses subjacentes a uma operação de exclusão da negociação em mercado regulamentado. Defendendo a sua admissibilidade, exaltam antes a necessidade de o legislador tomar mão de mecanismos, de natureza material ou procedimental, que garantam a proteção das expectativas dos vários intervenientes na esfera societária. Nós, não subscrevendo a totalidade dos argumentos apresentados por estes últimos, não podemos deixar de concordar com a conclusão apresentada pelos mesmos. Ora, independentemente da modalidade de *delisting* em questão, medidas de tutela serão sempre necessárias, e até mais prementes, quando o estejamos perante um *cold delisting* resultante, por exemplo, da perda da qualidade de sociedade aberta. À luz do art. 29º n.º2 CVM, a perda da qualidade de sociedade aberta implica a exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade em apreço. Nessa linha, o legislador, visando a proteção dos acionistas minoritários, exige que a sociedade em causa indique um acionista que se obrigue a adquirir as ações pertencentes àqueles que se mostraram descontentes com tal operação e ainda, a caucionar a referida oferta. Curiosamente, apenas o fez para os casos em que a perda da qualidade de sociedade aberta resulte de uma deliberação da assembleia geral, nos termos do art. 27º n.º1 b) CVM, deixando o acionista que a requeira nos termos do art. 27º n.º1 a) CVM, à partida, dispensado de qualquer obrigação para com os sócios minoritários – pelo menos, desde transposição da Diretiva 2004/25 CE visto que, em momento anterior, o acionista que em consequência de uma OPA passasse a ser titular de pelo menos 90% dos direitos de voto, seria o mesmo poderia tomar mão do mecanismo da aquisição potestativa imobiliária, sendo sempre assegurado aos

minoritários o direito de alienação das suas ações. Existem autores que, abraçando as alterações trazidas pela referida Diretiva, entendem que a aplicação de uma transmissão potestativa mobiliária a estes casos consubstanciaria um duplo direito de saída da sociedade em causa. Outros, com os quais nos identificamos, entendem que o motivo de tal desequilíbrio de interesses se prende com uma “evolução legislativa descoordenada” e nesse sentido, reclamam uma reforma clarificadora deste preceito, de modo a evitar episódios semelhantes ao de 2013, onde a CMVM ofereceu à Tagus, na sequência do seu pedido de perda de qualidade de sociedade aberta da Brisa, toda a liberdade de escolha do método de tutela dos minoritários da sociedade-alvo e do cálculo da contrapartida.

Finalmente, admitindo-se o *hot delisting* no ordenamento jurídico português, não se colocam dúvidas no respeitante à necessidade de tutela dos acionistas minoritários. Em primeira linha, acreditámos ser necessária a deliberação da decisão de *delisting* em assembleia geral de acionistas, aprovada por uma maioria qualificada. No entanto, conhecedores do risco de a mesma se reduzir a uma mera formalidade, entendemos dever aplicar-se, em conjunto com esta, um mecanismo de tutela complementar capaz de conciliar interesses contrapostos, como o será a atribuição de um direito de exoneração àqueles acionistas que se mostrem descontentes com o resultado da suprarreferida assembleia geral.

7. Referências bibliográficas.

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2013) – “Art. 373º - Forma e âmbito das deliberações” in AA.VV., coord. COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel - *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. 6, Coimbra: Almedina, pp. 15 a 27.
 - (2007) – “Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social” in AA.VV. - *Reformas do Código das Sociedades*, Coimbra: Almedina, pp. 17 – 47.
- ABREU, Miguel E. Cancela de – “*Private benefits of control – Do aproveitamento pessoal do controlo societário*”, *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 8, Vol. 15, (2016), pp. 151 a 195.
- AGUIAR, Conceição – “Sobre a Perda da Qualidade de Sociedade Aberta”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº30, (2008), pp. 79 a 90, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/CadernoN30.aspx?v=>.
- ALMEIDA, António Pereira de (2013) – *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, vol. 1, 7ª edição (reformulada e atualizada), Coimbra: Coimbra Editora.
 - (2013) - *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. 2, 7ª edição (reformulada e atualizada), Coimbra: Coimbra Editora.
 - (2006) – “Sociedades Abertas” in AA.VV. *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 9 a 49.
- ANTUNES, José Engrácia – “A empresa como objeto de negócios – «Asset Deals» Versus «Share Deals»”, *ROA*, Ano 68, nº2. (2009), Lisboa: *s.n.*

• ASLAN, Hadiye e KUMAR, Praveen – “Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 46, nº2, *s.d.*, Cambridge University Press, pp. 489 a 526.

• BAKKE, Tor-Erik, JENS, Candace E., WHITED, Toni M. – “The real effects of delisting: Evidence from a regression discontinuity design”, *Finance Research Letters*, nº9, (2012), pp. 183 a 193.

• BECKER, Bo, POLLET, Joshua – “The decision to go private”, (2008), disponível em <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.694.6932&rep=rep1&type=pdf>.

• BALIOS, *et al.* – “Delisted versus voluntary delisted versus remain listed: an ordered analysis”, *Applied Economics Letters*, Vol. 22, nº1, (2015), pp. 66 a 70.

• BAPTISTA, Daniela Farto (2005) – “*O Direito de Exoneração dos Accionistas – Das suas causas*”, Coimbra: Coimbra Editora.

• BARLETT III, Robert P. – “Going Private but Staying Public: Reexamining the Effects of Sarbanes-Oxley on Firms’ Going Private Decisions”, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 76, nº1, (2009), pp. 7 a 44.

• BOOT, Arnoud W. A., GOPALAN, Radhakrishnan, THAKOR, Anjan V. – “Market Liquidity, Managerial Autonomy and the Push for Privacy: Why Do Public Listed Firms Delist?”, *ACLE Working Papers*, Working Paper Nº 2005-01, (2005), Amsterdam Center for Law & Economics.

• BORDEN, Arthur M. – “Going Private – Old Tort, New Tort or No Tort?”, *New York University Law Review*, Vol. 49, (1974), pp. 987 a 1042.

• BOTELHO, Gustavo de Sousa (2014) – “*O Direito de exoneração do acionista minoritário – A saída da sociedade aberta após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas*”, Tese de Mestrado e Ciências Jurídicas Empresariais, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa.

• CÂMARA, Paulo (2011) – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª edição, Coimbra: Almedina.

- “As operações de saída do mercado” in AA. VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 127 a 184.

• CARNEY, William J. – “The costs of being public after Sarbanes-Oxley: The irony of Going Private”, *Law & Economics Research Paper Series*, Working Paper nº 05-4, (2005), Emory School of Law, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=672761.

• CHANDY, P. R., SARKAR, Salil K., TRIPATHY, Niranjan – “Empirical Evidence on the Effects of Delisting From the National Market System”, *Journal of Economics and Finance*, Vol. 28, nº1, (2004), pp. 46 a 55.

• CHULIÁ, Francisco Vincent (2002) – “Introducción al Derecho Mercantil”, 15ª edição, Valência: Tirant lo blanch, pp. 817 e ss.

• CORDEIRO, António Menezes (2006) – *SA: Assembleia Geral e Deliberações Sociais*, Coimbra: Almedina.

- “Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades”, *ROA*, Ano 66, vol. II, (2006), Lisboa: s.n, disponível em <https://portal.oa.pt/comunicacao/publicacoes/revista/ano-2006/ano-66-vol-ii-set-2006/doutrina/antonio-menezes-cordeiro-os-deveres-fundamentais-dos-administradores-das-sociedades/>.

- “A lealdade no direito das sociedades”, *ROA*, Ano 66, vol. III, (2006), Lisboa: s.n, disponível em

<https://portal.oa.pt/comunicacao/publicacoes/revista/ano-2006/ano-66-vol-iii-dez-2006/doutrina/antonio-menezes-cordeiro-a-lealdade-no-direito-das-sociedades/>.

- COSTA, Ricardo, DIAS, Gabriela Figueiredo (2010) – “Art. 64º - Deveres Fundamentais” in AA.VV., coord. COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. 1, Coimbra: Almedina, pp.721 a 750.

- CROCI, Ettore, DEL GIUDICE, Alfonso – Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe, *European Financial Management*, (2011), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1548515.

- EISDORFER, Assaf – “Delisted Firms and Momentum Profits”, (2006), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=599373.

- ENGEL, Ellen, HAYES, Rachel M., e WANG, Xue– *The Sarbanes-Oxley Act and Firms’ Going-Private Decisions*, (2004), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=546626.

- FERNANDES, Ricardo Sá (1997) – *O Direito dos mercados em geral e o mercados de valores mobiliários em especial*, Separata de Direito dos Valores Mobiliários, Lisboa: Lex.

- FERREIRA, Juliano – “Exceções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição”, *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 3, Vol. 6, (2011), p.189 a 223.

- FERREIRA, Manuel Requicha (2009) - *Perda da qualidade “sociedade aberta”*, Relatório do curso de Mestrado em Ciências Jurídico-Bancárias, Seminário de Direito dos Valores Mobiliários, Lisboa, Faculdade de Direito de Lisboa.

- (2011) - *Mecanismos “facilitadores” da cessão de controlo de sociedades cotadas*, Tese de Mestrado em Direito, Lisboa, Faculdade de Direito de Lisboa.

- FONSECA, Tiago Soares da (2008) – O Direito de Exoneração do Sócio no Código das Sociedades Comerciais, Coimbra: Almedina.

- FRADA, Manuel A. Carneiro – “A *business judgement rule* no quadro dos deveres gerais dos administradores”, *ROA*, Ano 67, Vol. 1, (2007), Lisboa: *s.n.*

- FRADA, Manuel A. Carneiro e GONÇALVES, Diogo Costa – “Perda da Qualidade de Sociedade Aberta – (*Delisting* de Ações) e Tutela dos Acionistas Minoritários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Vol. I, nº51, (2015), pp. 23 a 44, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/Caderno51-HomenagemAmadeuFerreira.aspx?v=>.

- FRIED, Jesse M. – “Firms Gone Dark”, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 76, nº1, (2009), pp. 135 a 160.

- GILSON, Ronald J., GORDON, Jeffrey N. – “Controlling Controlling Shareholders”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152, (2003), pp. 785 a 843.

- GOKTAN, M. Sinan, KIESCHNICK, Robert, MOUSSAWI, Rabih – “The influence of corporate governance on the likelihood of a firm being acquired, going private or going bankrupt”, (2015), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1360456..

- GOSHEN, Zohar, HAMDANI, Assaf – “Corporate Control and Idiosyncratic Vision”, *The Yale Law Journal*, Vol.125, nº3, (2016), pp. 560 a

617, disponível em <http://www.yalelawjournal.org/article/corporate-control-and-idiosyncratic-vision>.

- HENDERSON, M. Todd e EPSTEIN, Richard A. – “The Going-private Phenomenon: Causes and Implications”, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 76, nº1, (2009), pp. 1 a 6.

- JANSEN, Karsten e KLEIMEIER, Stefanie - Motives for going Private in Germany, *LIFE Working Papers*, Paper Nº 03 – 016, (2003), Limburg Institute of Financial Economics.

- JENSEN, Michael C. – “Eclipse of the Public Corporation”, *Harvard Business Review*, (1989, rev. 1997) disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146149.

- JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. – “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, nº4, (1976), pp. 305 – 360, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043.

- LEE, Pei Ling, ROY, Khong Wye Leong, RAMASAMY, Suganthi – “Going Private Transaction: Announcement Effects on Stock Price and Characteristics of Acquired Firms in Malaysia”, (2009), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1331295.

- LEHN, Kenneth, POULSEN, Annette – “Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions”, *The Journal of Finance*, nº3, vol. 44, Papers and Proceedings of the Forty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, (1989), New York, pp. 771 a 787, disponível em <https://www.jstor.org/stable/2328782>.

- LEUZ, Christian, TRIANTIS, Alexander, e WANG, Tracy– *Why do firms go dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC*

Deregistrations, ECGI – Finance Working Papers, Working Paper nº155/2007, (2008), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=592421.

- LEUZ, Christian, *et al.* – “SOA: Was it worth it?”, *DePaul Business and Commercial Law Journal*, Vol. 5, (2007), pp. 643 a 666.

- LÖBBE, Marc – Corporate Groups: Competences of the Shareholders’ Meeting and Minority Protection – the German Federal Court of Justice’s recent *Gelatine* and *Macrotron* Cases Redefine the *Holzmüller* Doctrine, *German Law Journal*, nº9, (2004) pp. 1057 a 1079, disponível em https://static1.squarespace.com/static/56330ad3e4b0733dcc0c8495/t/56b92c15ab48def04c005260/1454976022060/GLJ_Vol_05_No_09_Loebbe.pdf.

- MACEY, Jonathan, O’HARA, Maureen – “From markets to Venues: Securities Regulation in an Evolving World”, *Stanford Law Review*, Vol. 58, nº2, pp. 563 a 599.

- MACEY, Jonathan, O’HARA, Maureen, POMPILIO, David– Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process, (2005), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=583401.

- MAGALHÃES, Vânia Patrícia Filipe (2009) – “A conduta dos administradores das sociedades anónimas: deveres gerais e interesse social” in AA.VV., dir. CORDEIRO, António Menezes - RDS, Ano 1, nº2, Coimbra: Almedina, pp. 379 a 414.

- MAROSI, András, MASSOUD, Nadia – “Why Do Firms Go Dark”, (2004), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=570421.

• MARTINEZ, Isabelle, SERVE, Stéphanie – “The delisting decision: The case of buyout offer with squeeze-out (BOSO)”, *International Review of Law and Economics*, nº31, (2011), pp. 228 a 239.

• MARTINEZ, Isabelle, SERVE, Stéphanie e DJAMA, Constant - *Reasons for delisting and consequences: A literature review and research agenda*, (2015), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2591449.

• MAUME, Philipp – “The Parting of the Ways – Delisting under German and UK Law”, *European Business Organization Law Review*, nº2, Vol. 16, (2015), pp. 255 a 279, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2671730.

• MILLER, David Alan, e FRANKENTHALER, Marci J.– “Delisting/Deregistration of Securities under the Securities Exchange Act of 1934”, *Insights*, nº10, vol. 17 (2003), pp. 7 a 12.

• MOLITOR, Michael K. – “Will More Sunlight Fade the Pink Sheets? Increasing Public Information About Non-Reporting Issuers With Quoted Securities”, (2006), *Indiana Law Review*, Vol.39, nº2, pp. 309 a 377.

• MORAIS, Jorge Alves, LIMA, Joana Matos (2015) – *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, Lisboa: Quid Juris.

• MORGENSTERN, Marc, NEALIS, Peter, KLEINMAN, Kahn – “Going Private: a reasoned response to Sarbanes-Oxley?”, (2004), disponível em <https://www.sec.gov/info/smallbus/pnealis.pdf>.

• OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2015) – *Manual de Corporate Finance*, 2ª edição, Coimbra: Almedina.

- (2012) – *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade: Por um Critério Unitário de Solução do “Conflito do Grupo”*, Dissertação de

Doutoramento em Ciências Jurídicas na Faculdade de Direito da universidade de Lisboa, Lisboa: Almedina.

- OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de – “Going dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, RDS, Ano VI, nº 3 – 4, (2014), Coimbra: Almedina, pp. 589 a 616.

- ONESTI, Tiziano, *et al.* – “Going Private and Going Dark Strategies: Literature Review and Directions for Future Research”, (2013), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2366485&rec=1&srcabs=2348196&alg=1&pos=10.

- OPPO, Giorgio – “Maggioranza e minoranze nella riforma delle società quotate” in *Rivista di Diritto Civile*, Ano XLV, 2ªParte, (1999), Pádoa: Casa Editrice Dott - Anotónio Milani, pp. 231 a 239.

- PAZ-ARES, Cândido – “Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el derecho español”, disponível em <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/965/documento/art03.pdf?id=2003>.

- PENA, Nuno Ricardo da (2015) – *Código dos Valores Mobiliários – Anotado e Comentado, s.l.*, Edição do Autor.

- PITA, Manuel António (1988) – “A proteção das minorias” in AA.VV - *Novas Perspetivas do Direito Comercial*, Coimbra: Almedina, pp. 357 a 373.

- POMELLI, Alessandro – “Delisting di società quotata tra interesse dell’azionista di controllo e tutela degli azionista di minoranza”, *Rivista delle società*, Ano 54, nº 2 – 3, (2009), Milão: Giuffrè Editore, pp. 407 a 497.

- POUR, Eilnaz Kashefi & LASFER, Meziane – “Why Do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market?”, (2013), *Discussion Paper 2013-05*, Birmingham Business School, disponível em http://epapers.bham.ac.uk/1725/1/2013-05_E_Kashefi_Pour_and_M_Lasfer.pdf.
- PRITCHARD, Adam C. – “Tender Offers by Controlling Shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price”, *Berkeley Business Law Journal*, nº1, (2004), pp. 83 a 111, University of Michigan Law School, disponível em <http://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1534&context=articles>.
- RENNEBOOG, Luc, SIMONS, Tomas e WRIGHT, Mike – “Why do public firms go private in the UK?”, (2006), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=873673.
- RIBEIRO, Maria de Fátima (2007) – “Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira” in *Jornadas - Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra: Almedina.
- RODRIGUES, Sofia Nascimento (2008) – “Cabimento da figura dos «mercados não regulamentados» no âmbito da DMIF e na consequente revisão do Cód. VM”, in AA. VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 319 a 335.
- RODRIGUES, Vasco (2016) – *Análise Económica do Direito – Uma introdução*, 2ª edição, Coimbra: Almedina.
- RUIZ, Fernando Vives (2008) – *Las Operaciones de «Public To Private» en el Derecho de OPAS Español*, 1ª edição, s. l.: Thomson Reuters-Civitas.
 - (2006) – “Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades” in AA.VV., VIVES, Fernando, PÉREZ-ARDÁ,

Javier (coord.), – *La Sociedad Cotizada*, Colección Guarrigues, Madrid: Marcial Pons, pp. 648 a 654.

- SANTO, João Espírito (2014) – *Exoneração do sócio no direito societário-mercantil português*, Teses de Doutoramento, Coimbra: Almedina.

- SANTOS, Hugo Moredo – “Aquisição tendente ao domínio total nas sociedades abertas” in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VII, (2007), Coimbra: Coimbra Editora, pp. 275 a 398.

- SCHMITTHOFF, Clive M. (1965) – “O papel das maiorias e a proteção das minorias no direito inglês sobre sociedades”, Trad. Alberto Pimenta, Coimbra: *s.n.*.

- SERENS, M. Nogueira (1997) – *Notas sobre a Sociedade Anónima*, 2ª edição, Boletim da Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra: Coimbra Editora.

- SILVA, Paula Costa e (2004) – “Domínio de sociedade aberta e respetivos efeitos”, in AA. VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 325 a 342.

- SILVA, Paula Costa e, e REIS, Nuno Trigo dos - “A Perda da Qualidade de «Sociedade Aberta» em Consequência de Oferta Pública de Aquisição. O Modelo de Concordância Prática de Interesses no Direito Mobiliário Português”, *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, nº51, Vol. I., (2015), pp. 45 a 80, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/Caderno51-HomenagemAmadeuFerreira.aspx?v=>.

• SIMONS, Tomas e RENNEBOOG, Luc - *Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*, (2005), ECGI - Finance Working Paper n° 94/2005, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=796047.

• SOARES, António – “Mercados Regulamentados e Mercados Não Regulamentados”, *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n°7, (2000), disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/CadernoN7.aspx?v=>.

• THOMSEN, Steen, e VINTEN, Frederik – *Delistings in Europe and the Costs of Governance*, (2007), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=986603&rec=1&srcabs=565325&alg=1&pos=5.

– “Delistings and the costs of governance: a study of European stock exchanges 1996-2004”, (2013), disponível em https://www.researchgate.net/publication/257619046_Delistings_and_the_costs_of_governance_A_study_of_European_stock_exchanges_1996-2004.

• TOVAR, Nuria Baena – “Las exclusiones de negociación bursátil en el mercado español y el capital riesgo”, (2006), *Publicaciones de la CNVM*, disponível em http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2006_12.pdf.

• TRIUNFANTE, Armando Manuel (2004) – *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos de Minoria Qualificada, Abuso de Direito*, Coimbra: Coimbra Editora.

- (2004) – *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra: Coimbra Editora.

- TUTINO, Marco, PANETTA, Ida Claudia, LAGHI, Enrico – “Going dark in Italy. Empirical evidence on last decade”, (2012), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2179058.

- VASCONCELOS, Pedro Pais de – “Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”, *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 2, Vol. 2, (2010), p. 11 a 49.

- WRIGHT, Mike, WEIR, Charlie, LAING, D. – “Undervaluation, Private Information, Agency Costs and the Decision to Go Private”, *Applied Financial Economics*, (2005), pp. 947-961, disponível em https://www.researchgate.net/publication/24070812_Undervaluation_Private_Information_Agency_Costs_and_the_Decision_to_Go_Private.

- YÀBAÑEZ, Javier, (2006) – “Proceso de admisión a cotización en los mercados bursátiles y ofertas públicas de venta o suscripción” in AA.VV., VIVES, Fernando, PÉREZ-ARDÁ, Javier (coord.), – *La Sociedad Cotizada*, Colección Guarrigues, Madrid: Marcial Pons, pp. 426 e 427.

- ZETZSCHE, Dirk – Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting, *Center for Business and Corporate Law Research Paper Series - Paper n.º 0053/2013*, (2013), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2387712.

8. Materiais em suporte eletrónico.

- BAFIN, *Delisting: Stock Exchange Act - requirement to make compensation offer to shareholders*, disponível em https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2016/fa_bj_1601_delisting_en.html, consultado a 11/03/2017.

- BERT, Peter, *Update: Delisting Made Easier – Federal Supreme Court on Change of Market Segment for Listed Companies*, disponível em <http://www.disputeresolutiongermany.com/2014/02/update-delisting-made-easier-federal-supreme-court-on-change-of-market-segment-for-listed-companies/>, consultado a 11/03/2017.

- BOLSA DE LISBOA, *Mercados Financeiros*, disponível em <http://www.bolsadelisboa.com.pt/centro-de-aprendizagem/nocoes-basicas-de-como-investir-em-bolsa/os-mercados-financeiros>, consultado a 4/11/2016.

- CMVM, *Relatório Anual do Mercado de Valores Mobiliários*, disponível em http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/RelatorioAnualDaCMVM/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%202015_Vers%C3%A3o%20Final_cap2.pdf, consultado a 01/05/2017.

- *Guia do Investidor*, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/GuiaDoInvestidor/Pages/Guia-do-Investidor.aspx>, consultado a 13/01/2017.

- *Perda de qualidade de sociedade aberta da Brisa Autoestradas de Portugal SA apresentada pelo Tagus Holdings, s.à.r.l.*, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/PerdadequalidadedesociedadeabertadaBrisaAutoEstradasdePortugalSAapresentadapeloTagusHoldingsS.%C3%80.R.L/Pages/PerdadeQualidadedeSociedadeAbertadaBrisaAutoEstradasdePortugalSAapresentadapeloTagusHoldings,S%C3%A0r.l.aspx>, consultada a 20/04/2017.

- *Glossário de Termos Relativos a Instrumentos Financeiros*, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/Gloss%C3%A1riodetermosrelativosaInstrumentosFinanceiros.aspx>, consultado a 4/11/2016.

- EURONEXT, *Acesso aos Mercados de Capitais*, disponível em <https://www.euronext.com/pt-pt/listings/accessing-the-capital-markets>, consultado a 16/01/2017.

- INVESTOPOEDIA, *Market*, disponível em <http://www.investopedia.com/terms/m/market.asp>, consultado a 13/01/2017.
 - *Bull Market*, disponível em <http://www.investopedia.com/terms/b/bullmarket.asp>, consultado a 13/01/2017.
 - *Bear Market*, disponível em <http://www.investopedia.com/terms/b/bearmarket.asp>, consultado a 13/01/2017.
 - *Spin Off*, disponível em <http://www.investopedia.com/terms/s/spinoff.asp>, consultado a 11/05/2017.

- LSE, *About the Main Market*, disponível em <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/main/market.htm>, consultado a 10/03/2017.

- SEC, *Pink Sheets*, disponível em <https://www.sec.gov/answers/pink.htm>, consultado a 30 de Janeiro de 2017.

- Skadden, *New German Delisting Rules Aim to Protect Investors*, disponível em, <https://www.skadden.com/insights/new-german-delisting-rules-aim-protect-investors>, consultado a 11/03/2017.