

UNIVERSIDADE DE LISBOA
FACULDADE DE DIREITO



FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE LISBOA

Operações de saída de mercado regulamentado

Mariem Dhiflia Brahim Amiri

**Dissertação de Mestrado em direito e prática jurídica em direito
empresarial**

**Elaborada sob a orientação da Excelentíssima Senhora Professora
Doutora Madalena Perestrelo de Oliveira**

Lisboa

2024

UNIVERSIDADE DE LISBOA
FACULDADE DE DIREITO



FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE LISBOA

Operações de saída de mercado regulamentado
Mariem Dhiflia Brahim Amiri

Elaborada sob a orientação da Excelentíssima Senhora Professora
Doutora Madalena Perestrelo de Oliveira

Dissertação de Mestrado em direito e prática jurídica em direito
empresarial apresentada à Faculdade de Direito de Lisboa para a obtenção
do título de Mestre em Direito empresarial

Lisboa

2024

Abreviaturas

CMVM- Comissão do mercado de valores mobiliários
CVM – Código dos valores mobiliários
ATS- Alternative trading systems
MTF – Multilateral trading facilities
DMIF- Diretiva dos mercados de instrumentos financeiros
M&A – Mergers and acquisitions
PTP- Public to private
LBO- Leveraged buyout
MBO- Management buyout
MBI- Management buy-in
IBO- Institutional buyout
BIMBO- Buy-in management buyout
OPA- Oferta pública de aquisição
NEWCO- New company
SPV- Special purpose vehicle
ARTº - Artigo
OTC – Over the counter
CSC- Código das sociedades comerciais
CC – Código civil
DL – Decreto-Lei
ROC- Revisor oficial de contas
AG- Assembleia geral
CRP – Constituição da República Portuguesa
VAL- Valor atual líquido
NPV- Net present Value

Índice

1) <i>Introdução:</i>	6
1.1) <i>Resumo:</i>	8
2) <i>Delimitação de conceitos:</i>	10
2.1) <i>Sistemas de negociação multilateral:</i>	10
2.2) <i>Mercado regulamentado:</i>	13
2.3) <i>Listing :</i>	17
2.3.1) <i>Interesses em jogo:</i>	18
2.3.2) <i>Desvantagens:</i>	21
2.3.3) <i>A importância dos deveres de informação:</i>	22
2.4) <i>Cross-listing:</i>	24
2.4) <i>Delisting :</i>	26
2.4.1) <i>Modalidades:</i>	26
2.4.2) <i>Cross-delisting:</i>	30
3) <i>Motivos subjacentes ao delisting voluntário:</i>	30
4) <i>Distinção de figuras afins:</i>	43
4.1) <i>Going-private transactions:</i>	43
4.2) <i>Operações going dark:</i>	46
4.3) <i>Downlisting e suspensão da negociação:</i>	49
5) <i>Exclusão voluntária da negociação em mercado regulamentado no direito mobiliário português:</i>	53
5.1) <i>Análise ao abrigo do antigo enquadramento jurídico:</i>	53
5.1.1) <i>Da sua (in)admissibilidade:</i>	53
5.1.2) <i>A exclusão da cotação através da perda de qualidade de sociedade aberta:</i>	59
5.1.2.1) <i>Perda da qualidade sociedade aberta na sequência de OPA:</i>	59
5.1.2.2) <i>Perda de qualidade sociedade aberta mediante deliberação em assembleia geral:</i>	63
5.1.2.3) <i>Perda de qualidade sociedade aberta por decurso de um ano após exclusão da negociação:</i>	64
5.1.3) <i>A exclusão da cotação mediante a aquisição tendente ao domínio total:</i>	66
5.2) <i>O novo enquadramento jurídico à luz da alteração ao código dos valores mobiliários:</i>	74
5.2.2) <i>Inadmissibilidade do voto plural nas matérias relativas à exclusão do mercado :</i>	77
6) <i>Efeitos jussocietários objetivos e subjetivos do delisting:</i>	84

<i>6.1) Reflexos do delisting na posição do investidor-acionista:</i>	84
<i>6.2) A alteração material do subtipo de sociedade anónima:</i>	87
<i>7) Tutela dos acionistas minoritários perante o delisting :.....</i>	91
<i>7.1) O fundamento da tutela conferida aos acionistas minoritários no delisting:.....</i>	91
<i>7.2) Da admissibilidade da concessão de um direito de exoneração em caso delisting :</i>	96
<i>8) Conclusão:</i>	101
<i>9) Bibliografia consultada:</i>	102

1) Introdução:

O mercado de valores mobiliários é mundo complexo, dinâmico e em constante evolução, desempenhando um papel crucial na economia global e, facilitando a captação de recursos às empresas.

Os instrumentos financeiros que encontramos em circulação neste domínio sofrem oscilações de cotação por um leque variado de fatores, seja por razões de condutas dos próprios participantes de mercado como, por razões de índole política, económica e financeira que vão afetando ao longo dos tempos os vários países.

No âmbito desta dissertação, exploraremos as operações de saída do mercado regulamentado, e em especial, as operações que conduzam a um *delisting* de ações.

O *delisting* consubstancia uma operação financeira que concentrando o capital social de uma emitente, culmina na retirada de valores mobiliários admitidos a negociação em mercado regulamentado.

Quando tais valores mobiliários são ações que representam o capital social de uma empresa, como é o nosso caso, trata-se de um *delisting* de ações

Trata-se de um procedimento que implicações significativas para os acionistas, à sociedade e ao mercado em geral, sendo importante analisar e perceber os diferentes aspetos envolventes neste processo, os motivos que conduzem as emitentes a ingressar no mercado de capitais e a retraírem-se deste, bem como a importância dos deveres de informação no mercado financeiro.

Como veremos a informação no mercado de capitais e a própria transparência, constituem um fator muito preponderante merecendo a nossa máxima atenção, influenciando na correta formação dos preços e no regular funcionamento do mercado, sendo uma forma reflexa de o legislador tutelar os investidores pois, será com base na informação disponível e trespassada pelos intermediários financeiros que estes poderão formar um juízo racional e ponderado para as suas decisões de investimento ou desinvestimento numa emitente.

Igualmente importante na tomada de decisão de investimento de um possível investidor numa emitente é a sua segurança jurídica quanto à tutela do seu desinvestimento.

Como veremos, se estes não tiverem a certeza de que quando uma emitente decidir sair do mercado regulamentado e, este não concordando com tal decisão legalmente tomada, não tenha um mecanismo de saída que compense os prejuízos que se repercutirão na sua esfera, haverá uma descredibilização no mercado de capitais nacional, bem como afetará a obtenção de financiamento por parte de empresas que ingressaram no mercado de capitais, além disso, a nível nacional será um entrave ao crescimento económico e à criação de emprego no país.

Contribuindo para uma anemia e estagnação do mercado capital nacional em comparação a mercados regulamentados vizinhos.

Sendo por essa forma, necessário que o enquadramento regulatório nacional seja convergente com os restantes normativos comunitários.

Levando à tão desejada criação de uma união do mercado de capitais europeu, que possa competir com mercados financeiros mais robustos como os Asiáticos e dos EUA.

1.1) Resumo:

Nesta dissertação versa-se sobretudo sobre operações de saída do mercado regulamentado.

Ora como se sabe, hoje em dia, o mercado regulamentado, vulgo bolsa, não é o único mercado em que se transacionam instrumentos financeiros.

Surgindo ao seu lado outras plataformas eletrónicas, mais flexíveis em termos regulatórios e que comportam menores custos de admissão e de manutenção. São os chamados sistemas de negociação multilateral, os quais iremos abordar.

Abordaremos a entrada em mercado regulamentado “*listing*”, mencionando os interesses em jogo, as desvantagens e o *cross-listing*.

A seguir, entraremos no âmbito desta dissertação, analisando o instituto do *delisting*, onde distinguiremos as várias modalidades que pode assumir, os motivos inerentes ao *delisting* voluntário, e o distinguiremos quanto a outras operações societárias que também conduzem à exclusão da cotação.

Posteriormente, iremos analisar a prévia inadmissibilidade do *delisting* voluntário ao abrigo do nosso direito mobiliário português, e as vias alternativas para conseguir a dita exclusão da cotação, bem como iremos a analisar o novo enquadramento normativo, resultante da revisão do código dos valores mobiliários, na qual já se admite a exclusão voluntária a pedido da emitente.

Por último, falaremos dos reflexos que esta operação tem na posição do acionista-investidor e na sociedade, abordando no final a tutela dos acionistas.

Palavras-chave: *Delisting* ; deveres de informação; OPA ; perda de qualidade sociedade aberta; benefícios privados de controlo.

Abstract:

This dissertation primarily discusses operations concerning the exit from the regulated market.

As it is known today, the regulated market, commonly referred to, as the stock exchange, its not the only market where financial instruments are traded.

Emerging alongside, are other electronic platforms that are more flexible in regulatory terms and entail lower admission and maintenance costs.

These are known as multilateral trading systems or alternative trading systems, which we will also discuss.

We will address the entry into the regulated market the “listing” or “going public” operation, highlighting the interests at stake, the disadvantages, and the cross-listing operation.

Next, we will delve into the scope of this dissertation, by examining the delisting, where we will distinguish the various forms it can take, the inherent reasons for voluntary delisting, and differentiate it, from other corporate transactions that also lead to the exclusion from stock exchange.

Subsequently, we will analyze the previous inadmissibility of voluntary delisting under Portuguese securities law, and the alternative routes to achieve the exclusion from a stock exchange.

We will also analyze the new framework in this matter, resulting from the revision of our securities code, which now permits voluntary exclusion at the issuer’s request.

Lastly, we will discuss the impacts this operation has on the shareholder-investor’s position and also to the company itself, concluding with a discussion on shareholder protection.

Keywords: Delisting; disclosure duties; takeover bid; loss of public company status; private benefits of control.

2) Delimitação de conceitos:

2.1) Sistemas de negociação multilateral:

Para percebermos o significado de mercado regulamentado temos que primeiramente, determinar o conceito de sistema multilateral de negociação e proceder à sua contextualização.

Particularmente no final da década de noventa, observaram-se desenvolvimentos nos mercados financeiros que culminaram na quebra do monopólio das bolsas de valores¹ e, paralelamente a estas, à emergência de novas formas alternativas de negociação de instrumentos financeiros².

Designadamente, assistimos nos Estados Unidos da América ao surgimento, e postumamente, à regulação de estruturas alternativas de negociação eletrónicas (*Alternative trading systems*).

Esta última surge, inicialmente, para a transação de derivados, como fruto do aumento de operadores de mercado, investidores e, do acentuar de negociação eletrónica³.

A negociação eletrónica destacava-se especialmente pela redução dos custos e do tempo de transação dos valores mobiliários, pois já não era necessário recorrer a um intermediário financeiro, podendo ser realizados diretamente pelo investidor⁴.

Contudo, enquanto nos EUA já havia uma forte presença destes sistemas.

Ainda nos inícios do século XXI, o mercado financeiro europeu caracterizava-se por ser um mercado pouco competitivo face aos demais, posto que, a realidade normativa europeia não acompanhava as inovações que iam ocorrendo no domínio destas matérias além-fronteiras. Sendo a regulação existente “rígida e desadequada”⁵, panorama que só mudou com o surgimento da Diretiva de Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF⁶) em 2004⁷.

¹ Como veremos adiante, as ditas Bolsas de Valores, deixaram de ser consideradas como um espaço físico de negociação, passando a ser consideradas plataformas eletrónicas de negociação. António Pereira Almeida, Estudos em homenagem ao professor doutor Manuel Pita- o mercado regulamentado e sistemas de negociação multilateral (Almedina, 2022), 105.

² André Santos, «Os Sistemas de Negociação Multilateral: Uma Perspectiva Jurídica Actual», Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, 2012, 9.

³ «Sistema de Negociação Alternativo (ATS)», Nova economia hoje, 27 de maio de 2022; Gabriela Baptista Regado, «Transposição da DMIF I no ordenamento jurídico português» (Universidade católica do porto, 2017), 11; Paula Costa e Silva, «Direito dos valores mobiliários», 2005, 193–98.

⁴ Santos, «Os Sistemas de Negociação Multilateral: Uma Perspectiva Jurídica Actual», 10.

⁵ Santos, 8.

⁶ Diretiva nº2004/39/CE

⁷ Santos, «Os Sistemas de Negociação Multilateral: Uma Perspectiva Jurídica Actual», 8.

Este instrumento de regulação foi crucial não somente para a promoção da transparência informativa e standardização/harmonização da legislação europeia a este propósito, como igualmente lançou as bases para a consagração normativa não somente dos sistemas de negociação multilateral (*Multilateral trading facilities*), como também para a internalização sistemática⁸, incluindo também novos instrumentos financeiros⁹.

Consoante a DMIF II¹⁰, no seu artº4/1/19/22 e nos termos do artº200/1 do Código dos valores mobiliários¹¹ são considerados sistemas multilaterais, as plataformas que permitam a interação entre vários participantes que manifestem interesses na transação de instrumentos financeiros.

Por sua vez, constituem sistemas de negociação multilateral, as ditas plataformas multilaterais que, sendo geridas por empresas de investimento e operadores de mercado, permitem a efetiva transação e realização de contratos sobre os ditos valores mobiliários¹².

Os novos métodos alternativos de negociação, que, em comparação ao mercado regulamentado, ofereciam uma maior flexibilidade regulatória e um menor custo de acesso e manutenção, viabilizaram e facilitaram o acesso ao mercado de capitais de empresas com elevado potencial de crescimento, mas cujos valores mobiliários apresentavam baixa liquidez, e não possuíam capital próprio suficiente para recorrer ao mercado regulamentado¹³.

Consequentemente teriam que recorrer ao financiamento bancário.

⁸ A internalização sistemática nos termos do artº201 do CVM é uma atividade que ao ser executada num circuito fechado, não tem multilateralidade (ocorre fora de sistemas multilaterais de negociação e de sistemas organizados de negociação), onde o intermediário financeiro executa ordens de clientes, de compra ou entrega de valores por conta própria, sem confronto de alternativas para as ordens dos clientes, havendo apenas o cruzamento de ordens desses clientes. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4º (Coimbra: Almedina, 2018); António Pereira Almeida, *Sociedades comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados*, vol. II, 2022, 203–4.

⁹ Santos, «Os Sistemas de Negociação Multilateral: Uma Perspectiva Jurídica Actual», 8–9; Regado, «Transposição da DMIF I no ordenamento jurídico português», 22; Almeida, *Estudos em homenagem ao professor doutor Manuel Pita- o mercado regulamentado e sistemas de negociação multilateral*, 104; Luísa Azevedo, «Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF): desafios», 2007, 47–48.

¹⁰ Diretiva nº 2014/65/EU

¹¹ Doravante CVM.

¹² Santos, «Os Sistemas de Negociação Multilateral: Uma Perspectiva Jurídica Actual»; «Sistema de Negociação Alternativo (ATS)»; Almeida, *Estudos em homenagem ao professor doutor Manuel Pita- o mercado regulamentado e sistemas de negociação multilateral*.

¹³ Almeida, *Sociedades comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados*, 2022, II:185–86; Almeida, *Estudos em homenagem ao professor doutor Manuel Pita- o mercado regulamentado e sistemas de negociação multilateral*, 104–5.

A positivação destas alternativas, na ótica dos investidores, permitiu que estes repartissem o risco dos seus investimentos ao diversificar o seu portefólio, alocando os seus investimentos de forma segura, consoante a plataforma de negociação e o país que melhor se adequasse.

Em Portugal, como recomendado pelo considerando nº132 da DMIF II, assistimos à criação de uma subcategoria de MTF.

O sistema de negociação multilateral de PME¹⁴ em crescimento constante no artº201-A do CVM.

A criação de um sistema especializado para este tipo de empresas, constitui uma oportunidade para as empresas que não tiveram acesso ao mercado regulamentado, de angariarem financiamento, desenvolverem os seus projetos e ganharem visibilidade e confiança dos investidores para posteriormente poderem migrar para um mercado regulamentado.

A existência de um mercado de capitais dinâmico e robusto constitui um incentivo à retenção de investimentos nacionais e internacionais no tecido empresarial português, bem como potenciador de inovação e concorrência, incentivando à criação de

¹⁴ A este propósito das PME's cumpre referir que, a nível europeu, a maioria do tecido empresarial é constituído por PME's.

Contrariamente aos EUA e aos países asiáticos, onde as empresas financiam-se maioritariamente via mercado de capitais, a forma de financiamento mais predominante na UE é o crédito bancário.

Após a crise de 2007, o setor bancário foi um dos mais afetados, levando a maiores restrições na concessão de créditos e, tendo o mercado de capitais sofrido uma forte quebra de liquidez.

Daí surge uma crise de investimento, que dificulta o financiamento das empresas e cria uma descredibilização no mercado de capitais pelos investidores.

Ao longo dos anos têm-se observado, neste domínio, esforços tanto a nível europeu como a nível nacional para a dinamização e integração do mercados de capitais europeus, fomentando a diversificação das fontes de financiamento das PME's e de projetos a longo-prazo.

Sendo exemplos disso: o capital de risco e os *business angels*, a desburocratização e facilitação ao seu acesso, de modo a reduzir a dependência do setor bancário (sendo este complementar ao mercado de capitais), aumentando assim a competitividade e a internacionalização das PME's europeias, a resiliência e liquidez do mercado de capitais e, estimulando o crescimento económico.

Estes objetivos a nível comunitário têm vindo a ser implementados por força do “Plano de ação da comissão europeia” com o almejar da criação de uma União do mercado de capitais (UMC) e a nível nacional encontramos como exemplo o “Programa capitalizar” e a criação de sociedades de investimento mobiliário para fomento da economia (SIMFE).

Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 910–16; *Cadernos do mercado de valores mobiliários : 20 anos do código dos valores mobiliários* (Almedina, 2021), 657–65; Tomás Virtuoso, Ana Gouveia, e Ana Martins, «A União dos Mercados de Capitais: uma análise crítica», 2015; João Vieira dos Santos, «A união dos mercados de capitais e o sistema europeu de supervisão financeira» (autoridade da concorrência, sem data); «Mobilizar o mercado de capitais português para o investimento e o crescimento», *Avaliação da OCDE do Mercado de Capitais de Portugal 2020*, sem data; João Vieira dos Santos, *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech - Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*, 2022, 65–68.

“serviços de elevado valor acrescentado, sendo, por essa via, um fator de atração e retenção de talento”¹⁵.

A Euronext é responsável pela gestão dos seguintes MTF's domésticos : o *Euronext Access* ; o *Euronext Access* +¹⁶ e o *Euronext Growth*. Cada um “desenhado” para diferentes fases da vida societária e com regras respetivamente mais exigentes, contudo mais flexíveis que o mercado regulamentado, podendo haver uma transição gradual entre eles até ultimamente se chegar ao mercado regulamentado.

Contudo, apesar de requerer níveis de exigência menores na sua admissão, as empresas precisam de atender a certos requisitos que justificam a sua entrada e permanência no sistema¹⁷.

2.2) Mercado regulamentado:

Foi com o surgimento do DL nº8/74 de 14 Janeiro que, pela primeira vez se ditou que o objeto das operações em bolsa são os valores mobiliários¹⁸.

Já neste diploma, nos termos do artº45, observamos que não era permitido requerer a exclusão voluntária dos valores mobiliários admitidos a cotação.

Havendo apenas lugar à exclusão da cotação nos casos em que : a sociedade declare falência; os títulos tenham sido substituídos por outros da mesma entidade ou de entidade diferente; os títulos tenham sido considerados extintos; títulos cuja cotação tenha sido suspensa e os factos que deram origem a essa suspensão não tenham sido tempestivamente sanados; ou, por fim, por outros factos fixados pelo ministro das finanças.

Anos mais tarde, em 1991, assistimos a uma reforma no campo dos valores mobiliários via DL nº142-A/91 de 10 de Abril.

Efetivamente, em resultado da integração de Portugal na CEE, da criação de um mercado único europeu, do movimento das privatizações, e, como forma de dinamizar e aproximar o mercado nacional aos restantes mercados da CEE, procedeu-se a uma liberalização e desestatização do mercado de valores mobiliários.

¹⁵ Luís Laginha de Sousa, «AICEP – Revista Portugal global 168», outubro de 2023, 35–39.

¹⁶ Este MTF constitui um dos segmentos do Euronext Access, juntamente com o segmento padrão da mesma.

¹⁷ André Alfar Rodrigues, Manual de Private equity & Venture capital (AAFIDL, 2023), 26.

¹⁸ Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 60.

Com este decreto-lei, este mercado ganhou a sua autonomia, ficando consubstanciado que a criação e administração das bolsas de valores ao invés de dependerem de autorização governamental, ficariam sob a alçada das associações de bolsa (associações privadas sem fim lucrativo), e de uma autoridade de supervisão independente.

Fundando-se para tal, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, destinada a prevenir irregularidades contrárias ao interesse público mediante um quadro normativo mais desenvolvido e que propiciasse uma supervisão e fiscalização adequada das atividades desenvolvidas nesse mercado¹⁹.

Outros marcos importantes resultantes deste decreto-lei, foram: a criação do primeiro Código do Mercado de Valores Mobiliários²⁰, representando o culminar de um processo legislativo iniciado em 1987; a instauração do princípio da plena informação (*full disclosure*), no âmbito da proteção dos investidores e da transparência no funcionamento do mercado; a previsão de três tipos de mercados secundários de valores mobiliários (as bolsas de valores, o mercado de balcão e os mercados especiais); e a introdução de um segundo mercado destinado às PME's.

Da leitura dos artº352/2/e e do 354º do CMVM inferimos que sob aprovação da respetiva associação de bolsa ou da CMVM, e mediante um requerimento devidamente fundamentado pela entidade emitente, poderá haver lugar a uma exclusão voluntária da cotação.

Apesar de, a designação “mercado regulamentado” já ter tido menção em prévios textos normativos²¹, apenas em 1993 assistimos à primeira positivação da noção de mercado regulamentado a nível comunitário, via Diretiva 93/22/CEE²² (artº1/13).

¹⁹ Amadeu José Ferreira, *Direito dos Valores Mobiliários*, 1997, 78; Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 61.

²⁰ Como nos alude, Amadeu José Ferreira, “ Até meados dos anos 80, apenas podemos falar (...) de um direito da bolsa, isto é, o direito relativo à organização do mercado de bolsa, suas operações e aos corretores intervenientes nos mercados. É um direito dos mercados secundários, que se não ocupava da génese dos valores mobiliários (...) nem previa quaisquer instrumentos de proteção dos investidores, para além dos que derivavam do direito comum.” Ferreira, *Direito dos Valores Mobiliários*, 78.

²¹ É o caso da Diretiva nº 79/279/CEE, transposta para a ordem jurídica nacional pelo DL nº229-F/88 de 4 de julho.

²² Demonstrando-se também muito importante na “liberalização da prestação de serviços financeiros no espaço europeu”. Ferreira, *Direito dos Valores Mobiliários*, 80. Tendo sido transposta para ordem jurídica interna pelo DL nº 232/96 de 05 Dezembro.

Contudo, a nível nacional, tal apenas ficou concretizado com a aprovação do Código dos Valores Mobiliários em 1999 (artº199 e 200º), publicando-se no mesmo ano, e por força da Diretiva 93/22/CEE, a lista dos mercados regulamentados autorizados a operar em Portugal²³.

Este novo código além de ter contribuído para uma consolidação de um regime geral sobre valores mobiliários e sintetizar a disciplina jurídica (facilitando a compreensão das suas normas face ao código anterior), introduziu uma importante alteração, que se prendeu com o facto de o regime legal dos mercados de valores mobiliários se passar a centrar em torno do conceito de mercado regulamentado, em vez de ter as bolsas de valores²⁴ como paradigma regulatório²⁵.

Introduziu-se assim a sua noção no artº200, classificando-se como tal, aqueles que funcionassem regularmente e que obedecessem a determinados requisitos.

Mais tarde, a transição entre esse moldes normativos (entre mercados de bolsa e mercados regulamentados), também pôde ser observável pela alteração legislativa derivada da emanação do DL nº52/2006 15 de Março²⁶.

Foi, no entanto, com a transposição da DMIF²⁷ I em 2007 que se reconheceu na ordem jurídica interna, os sistemas de negociação multilateral, ficando patente no artº200 do CVM, e onde os mercados regulamentados nos termos do artº199 passaram a ser definidos como sistemas multilaterais de negociação de instrumentos financeiros, de funcionamento regular.

²³ Mediante Portaria nº 27/99, de 18 de Janeiro, mais tarde atualizada pela portaria nº505/2002.

²⁴ Os mercados de bolsa continuavam a existir, veja-se o artº213 e 214º, contudo estes passaram a constituir um tipo de mercado regulamentado.

²⁵ Cadernos do mercado de valores mobiliários : 20 anos do código dos valores mobiliários, 17; Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 74–75.

²⁶ Este Decreto-lei transpõe para a ordem jurídica interna a Diretiva 2003/6/CE relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado, bem como, a a Diretiva 2003/71/CE relativa ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação.

²⁷ Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros de 2004, transposta para a ordem jurídica interna pelo DL nº357-A/2007 mediante autorização concedida pela Lei nº 25/2007.

Na aceção desta Diretiva, mercado regulamentado era “um sistema multilateral, operado e/ou gerido por um operador de mercado, que permite o encontro ou facilita o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros - dentro desse sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias - por forma a que tal resulte num contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação de acordo com as suas regras e/ou sistemas e que esteja autorizado e funcione de forma regular”.

Diretiva esta, que também foi muito importante no reforço da proteção dos investidores, nomeadamente, através de uma maior imposição de deveres informativos e de condutas por parte das empresas de investimento. Cadernos do mercado de valores mobiliários : 20 anos do código dos valores mobiliários, 471.

Possibilitando assim o cruzamento de ordens entre vários participantes, via intermediários financeiros. Que atuando por conta dos clientes, permitiam a celebração de contratos relativos a esses ativos, consumindo o conceito de bolsa.

Com a transposição desta Diretiva, também se eliminou a noção de “mercado” para dar lugar às “formas organizadas de negociação” que incluía: os mercados regulamentados, os sistemas de organização multilateral, a internalização sistemática e, posteriormente com a DMIF II os sistemas de negociação organizada²⁸.

Estas alterações tiveram como influência a transposição de diretivas europeias, cujo âmbito de aplicação girava em torno do conceito de mercado regulamentado, de forma que se harmonizasse o direito interno com as normas e práticas comunitárias nesta matéria.

Outra alteração que se verificou, também neste domínio, foi em relação às causas justificativas de exclusão à cotação.

A exclusão voluntária deixou de ser permitida, sendo apenas permitida a exclusão forçada pela entidade gestora, seja pela sua iniciativa, ou a pedido da CMVM artº207 e 208º do CVM.

Este tipo de mercado, destaca-se relativamente aos MTF's nos seguintes pontos: é projetado para emitentes com uma maior capitalização bolsista e um nível adequado de dispersão do capital social pelo público; apresenta um enquadramento regulatório mais autoritário que aqueles, impondo rigorosos requisitos de admissão de instrumentos financeiros a cotação; a manutenção em cotação também se afigura mais custosa; caracteriza-se também pela regularidade do seu funcionamento e pelo estabelecimento de rígidas regras de *compliance* e *disclosure*, destinadas a assegurar uma maior transparência informativa, com o intuito de reduzir a assimetria informativa e alcançar um mercado eficiente com uma efetiva proteção do investidor e da sua credibilidade no mercado; por último, enquanto os mercados regulamentados apenas podem ser geridos por uma entidade gestora, os MTF's podem ainda ser geridos por intermediários financeiros nos termos do artº203 do CVM²⁹.

²⁸ José Ferreira Gomes, *Direito das sociedades cotadas*, 2º (AAFDL, 2023), 68.

²⁹ Almeida, Estudos em homenagem ao professor doutor Manuel Pita- o mercado regulamentado e sistemas de negociação multilateral, 104; Almeida, *Sociedades comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados*, 2022, II:175-190 ; 201-3; Matthias Haentjens Carabellese Pierre de Gioia, *European Banking and Financial Law* 2e, 2.ª ed. (London: Routledge, 2020), 57.

No final das contas, percebemos que, ambos têm como funcionalidade a negociação organizada³⁰ através de plataformas multilaterais de negociação de instrumentos financeiros; ambos operam com os mesmos tipos de ativos financeiros; e ambos impõem regras não discricionárias, transparentes e objetivas.

Adicionalmente, ao examinarmos o código dos valores mobiliários, notamos que este no seu artº200/3, remete a artigos relativos ao mercado regulamentado, demonstrando assim a existência de uma funcionalidade próxima/parecida³¹.

No âmbito do mercado regulamentado, os mercados de “bolsa” são o tipo de mercado mais ambicionado.

Em cada bolsa, podem existir diferentes tipos de mercados e segmentos de mercado, que se diferenciam, consoante o emitente, os valores mobiliários negociados e conforme as características das operações e sistemas de negociação³².

2.3) Listing :

Um dos eventos mais relevantes da vida societária e demonstrativo de sucesso e prestígio de uma sociedade anónima é a aceitação dos seus valores mobiliários no mercado regulamentado.

O termo *listing* afigura-se como o ato pelo qual uma sociedade passa a ter os seus valores mobiliários admitidos a negociação num determinado mercado.

No nosso caso específico, ocorrerá quando as ações representativas do seu capital social forem dispersas pelo público num mercado regulamentado (*going public*)³³³⁴.

É importante notar que, além da admissão em mercado regulamentado, existem outras formas de distribuir o capital social pelo público, como por ofertas públicas de distribuição³⁵.

³⁰ Tal como se encontra postulado no considerando 6 da Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

³¹ Santos, «Os Sistemas de Negociação Multilateral: Uma Perspectiva Jurídica Actual», 13; António Barreto Menezes Cordeiro, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 2º (Almedina, 2019), 120; Almeida, Estudos em homenagem ao professor doutor Manuel Pita- o mercado regulamentado e sistemas de negociação multilateral, 104–7; Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 276; Rute Neto Cabrita e Gil Saraiva, Direito dos mercados financeiros: apontamentos, 2º (lisboa: AAFDL, 2018), 256.

³² Aníbal Campos Caiado e Jorge Caiado, Gestão de instituições financeiras, 3º (Edições sílabo, 2018), 67; Wolfgang Bessler et al., «Why Do Firms Down-List or Exit from Securities Markets?», Review of Managerial Science, 14 de junho de 2022, 2.

³³ A expressão *going public* refere-se à decisão e ao processo de uma sociedade abrir o seu capital social a subscrição pública. José Ferreira Gomes e Diogo Costa Gonçalves, Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas, vol. I (lisboa: AAFDL, 2018), 75; Ana Perestrelo de Oliveira, Manual de corporate finance, 2º (Almedina, 2020), 358.

³⁴ Oliveira, Manual de corporate finance, 91–93.

³⁵ Oliveira, 93.

No fundo, “a dispersão das ações não é consequência exclusiva da sua admissão à negociação, mas a admissão à negociação conduz a essa dispersão das ações”³⁶.

Em harmonia com o artº233 do CVM, a admissão a negociação pode assentar num pedido de admissão a negociação pela sociedade, dirigido à entidade gestora do mercado regulamentado.

Pode ainda, e como forma de tutela dos sócios minoritários, nos casos em que esta já tenha valores mobiliários admitidos a negociação, ser requerida por titulares de 10% dos valores emitidos da categoria de ações em questão.

Adicionalmente, pode suceder que a emitente sem o seu consentimento, veja valores seus, já admitidos a negociação num mercado regulamentado, seleccionados para admissão noutra mercado regulamentado ou num MTF, tal previsto nos artº205 e 233/1/b do CVM e no artº51/5 da DMIF.

No entanto, o mais comum nas sociedades é as ações serem admitidas em mercado regulamentado após o lançamento de ofertas públicas de distribuição³⁷, seja no caso em que estas as emitem pela primeira vez no ato da sua constituição, seja quando realizam aumentos de capital³⁸.

2.3.1) Interesses em jogo:

Diversos poderão ser os interesses em jogo, pelas quais as empresas decidem pela cotação em bolsa, e várias são as formas das empresas se financiarem, constituindo o mercado de capitais a opção mais ambicionada.

A cotação em bolsa pode ser benéfica em diversos aspetos, destacando-se como facto principal, a ampliação do universo de investidores e a facilidade na obtenção de recursos. Permitindo que invistam no desenvolvimento e na inovação dos seus projetos; quitem as suas dívidas; expandam e diversifiquem as suas fontes de financiamento,

³⁶ Oliveira, 91–93.

³⁷ As ofertas públicas, constituem propostas contratuais destinadas ao público, podendo ter como finalidades a “emissão, alíneação, a aquisição ou troca de valores mobiliários”, no nosso caso estamos perante uma oferta pública de subscrição/*Initial Public Offering*, uma sub-modalidade das ofertas públicas de distribuição.

Onde a sociedade propõe a destinatários indeterminados a subscrição das suas participações sociais para emitir pela primeira vez valores mobiliários (no mercado primário), conseqüentemente perante a aceitação dá-se uma aquisição originária dos valores a emitir, ao contrário das ofertas públicas de venda que são aquisições derivadas, visto que, pertenciam a um titular anterior (mercado secundário). Gomes e Gonçalves, Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas, I:75–77; Oliveira, Manual de corporate finance, 93.

³⁸ Oliveira, Manual de corporate finance, 93; Gomes e Gonçalves, Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas, I:75; Eduardo Paulino, Margarida Torres Gama, e Inês Magalhães Correia, Global legal insights- Initial public offering, 2º (Global legal group Ltd, 2018), 254–55.

reduzindo-se concomitantemente os custos de financiamento, especialmente se optarem pelo financiamento bancário^{39 40}.

Igualmente, a cotação em mercado regulamentado, não só proporciona um incremento na visibilidade pública, na credibilidade e no prestígio da empresa e dos seus valores mobiliários (importante para as empresas promissoras), como ainda, molda a perceção que os analistas financeiros e restantes operadores de mercado têm sobre a mesma, refletindo-se posteriormente na avaliação e cotação desta tornando-a mais atrativa a potenciais investidores e trabalhadores altamente qualificados⁴¹.

Independentemente do desfasamento temporal relativamente à duração do investimento, os investidores no momento tomada de decisão na alocação dos seus fundos, além da expectativa de obter prerrogativas no seio da empresa, dão primazia à facilidade com que poderão futuramente alienar os seus títulos com a respetiva valorização.

E, é aqui, que também desempenha um papel importante o facto de uma empresa ter o capital social disperso pelo público e encontrar-se cotada⁴².

A entrada no mercado de capitais fornece liquidez aos valores mobiliários admitidos, permitindo uma maior facilidade na captação de investimento necessário para a emitente sem que estes aumentem o seu passivo⁴³.

³⁹ Isto poderá explicar-se, por exemplo, pelo facto de uma empresa para ter sido “qualificada” apta a entrar num determinado mercado regulamentado, teve que realizar previamente uma *Due Diligence*; apresentar um adequado nível de dispersão de capital social; apresentar contas; demonstrar ter uma capitalização bolsista ou capitais próprios elevados, entre outros.

Estes fatores aliados ao facto de a entrada de uma empresa em bolsa, por via de regra, viabilizar o aumento da liquidez das suas ações influi, nomeadamente, na sua avaliação do risco de solvabilidade aquando da obtenção de crédito, facilitando assim a concessão de melhores condições de crédito bancário.

Por outro lado, o mercado de capitais também poderá constituir uma alternativa à banca quando as condições de crédito não sejam disponibilizadas beneficemente. Oliveira, Manual de corporate finance, 94.

⁴⁰ Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 570; 642–62; Oliveira, Manual de corporate finance, 91–94; Milena Portela Diniz Coelho, «Ofertas públicas em geral no regime jurídico português e breves considerações sobre o tratamento da matéria à luz do ordenamento brasileiro» (universidade de lisboa, 2008), 17–18; Pujit Bhutoria, «From Public To Private: Delisting 101» 3, Saraiva, Direito dos mercados financeiros: apontamentos, 270; Marc Deloof et al., Corporate finance (Intersentia, 2021), 282; Franck Bancel e Usha R. Mittoo, «Why Do European Firms Go Public?», European Financial Management 15, n.º 4 (setembro de 2009): 852–53.

⁴¹ Bessler et al., «Why Do Firms Down-List or Exit from Securities Markets?», 5–6; Deloof et al., Corporate finance, 282; António Martins et al., Manual de gestão financeira empresarial (Coimbra editora, 2009), 154; Gomes e Gonçalves, Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas, I:80–81; Bancel e Mittoo, «Why Do European Firms Go Public?», 852–53.

⁴² Deloof et al., Corporate finance, 282; Martins et al., Manual de gestão financeira empresarial, 154; Gomes e Gonçalves, Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas, I:80.

⁴³ Martins et al., Manual de gestão financeira empresarial, 154; Jorge Botelho Moniz, Guia da bolsa (Artegra-P), 31.

A liquidez dos instrumentos financeiros, pode ser calculada com base na facilidade e rapidez com que é possível adquirir e vender grandes quantidades de um determinado instrumento, com custos de transação reduzidos e sem que essas operações causem variações significativas no seu preço ⁴⁴ .

Assim sendo, a liquidez constitui um indicador financeiro que permitirá aos investidores, avaliarem se estão ou não, diante de um ativo promissor para o seu investimento.

Conexo com liquidez dos valores mobiliários e a decisão de investimento e desinvestimento, encontramos a dispersão do capital social, para medir o “nível” de liquidez das ações num dado momento⁴⁵.

Como esclarece Rachel Sztajn⁴⁶, quanto maior for a dispersão do capital social, maior será a oferta e procura, logo, mais fácil será um investidor encontrar alguém disponível para comprar ou vender os seus títulos mobiliários.

Teoricamente, maior dispersão do capital social significa maior liquidez.

Desta forma, a elevada dispersão do capital social pelo público e a liquidez conferida pela admissão a negociação, operam como fator de atratividade da emitente, dado que o investimento e desinvestimento será mais fácil.

De um ponto de vista “estratégico”, implicando que as suas ações estejam mais facilmente disponíveis a investidores, além de facilitar a entrada de novos acionistas, também é um meio de postumamente facilitar operações de *M&A*, que a acontecer, permitirá vender a empresa a um preço superior face ao que seria se não fosse cotada ⁴⁷.

Olhando na ótica de um mero investidor, permite-lhe que tenha um maior leque de escolha na afetação das suas poupanças, diversificando e maximizando o seu portefólio e diminuindo o risco dos seus investimentos⁴⁸.

⁴⁴ Cadernos do mercado de valores mobiliários : 20 anos do código dos valores mobiliários, 351–52; Rachel Sztajn, «Conceitos de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários», Revista de Direito Mercantil, Industrial, Económico e Financeiro, 2002, 7–15; António Gomes Mota e Cláudia Custódio, Finanças da empresa- um guia para a análise e decisão de executivos (Edições sílabo, 2021), 28,38; Andreia Sofia Alves Lopes, «What Is a Probability of a Company Being Subject to Delisting in Iberia?», 5.

⁴⁵ Sztajn, «Conceitos de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários», 8.

⁴⁶ Sztajn, 8.

⁴⁷ Lopes, «What Is a Probability of a Company Being Subject to Delisting in Iberia?», 6; Oliveira, Manual de corporate finance, 94; Martins et al., Manual de gestão financeira empresarial, 82.

⁴⁸ Saraiva, Direito dos mercados financeiros: apontamentos, 270; Deloof et al., Corporate finance, 282–83.

2.3.2) Desvantagens:

A entrada do capital do emitente à negociação não fica isenta de desafios e riscos.

Uma empresa que deseja listar as suas ações num determinado mercado regulamentado, não só tem de passar por um complexo processo de admissão, como também terá de efetuar o pagamento de uma “taxa de entrada” aquando da entrega da *listing application*, e ao pagamento anual de taxas (*listing fees*) para permanecerem cotadas nos respetivos mercados⁴⁹.

Contudo, os custos inerentes às sociedades cotadas não param por aqui.

Além dos custos diretos, ligados não só, mas também às taxas “bolsistas” e, os custos decorrentes do acervo dos deveres periódicos de informação, encontramos ainda os custos indiretos, que surgem dos conflitos de agência, e da conseqüente tentativa de alinhamento de interesses entre as várias estruturas organizativas da sociedade (intensificados em virtude da entrada em cotação).

A admissão a negociação implica uma mudança na gestão empresarial, no sentido de, além de poder ser necessário proceder a alterações estatutárias, entre outras medidas, estas ficam sujeitas ao cumprimento de políticas de *corporate governance* e de *compliance* mais exigentes decorrentes do seu estatuto de sociedade cotada⁵⁰.

A entrada em mercado regulamentado vulnerabiliza a emitente a possíveis alterações na sua estrutura acionista, por força do funcionamento do mercado de controlo acionista que, potencia aquisições hostis e outras operações de mercado (ameaçando a influência dos atuais acionistas, diluindo a sua posição). Adicionalmente, estes são submetidos a uma avaliação mais escrutinada em relação aos seus desempenhos, dado que, não somente desempenhos desfavoráveis podem levar a aquisições hostis, mas também influenciar a cotação da emitente⁵¹.

⁴⁹ Oliveira, Manual de corporate finance, 94; Paulino, Gama, e Correia, Global legal insights- Initial public offering, 263.

⁵⁰ Mariana Melo, «O delisting- A sua admissibilidade no ordenamento jus-mobiliário português e a tutela das minorias» (Universidade católica do porto, 2017), 16; Oliveira, Manual de corporate finance, 95; Paulino, Gama, e Correia, Global legal insights- Initial public offering, 259–63; Gomes e Gonçalves, Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas, I:82.

⁵¹ Martins et al., Manual de gestão financeira empresarial, 154; Rui Oliveira Neves, «Aula de pós-graduação sobre ofertas públicas iniciais e Secondary Equity Offering»; Gomes e Gonçalves, Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas, I:82.

2.3.3) A importância dos deveres de informação:

A existência de maior transparência, através da imputação de um sistema de *full disclosure* às emitentes e aos oferentes, afigura-se importante no mercado de capitais. Especialmente na promoção da sua eficiência, mas também como proteção do público investidor.

Trata-se de um sistema que dá primazia à qualidade da informação disponível, em vez da sua quantidade, dado que o excesso de informação acaba por diluir a informação relevante para os investidores, aumentando a assimetria informativa. Desse modo os investidores têm mais dificuldade em filtrar informação necessária e de qualidade.

Assumindo ainda, e com igual importância, os deveres de informação dos intermediários financeiros o “dever de prestação de informação individualizada”⁵², tratando-se de uma proteção dos investidores mais individualizada, onde os intermediários recolhem a informação que se encontra publicamente disponível, e com base no perfil de investidor de cada cliente seu, transmitem-lhes essas informações consoante as opções de investimento e desinvestimento que melhor servir os seus interesses⁵³ artº312 CVM⁵⁴.

Os investidores são assim tutelados num plano informativo em duas instâncias: em primeiro lugar, pelo legislador⁵⁵, onde não interferindo diretamente na sua tomada de decisão e, através da imposição de deveres às emitentes e oferentes, permite-lhe obter informação fidedigna e com qualidade, de modo que possa fazer os seus próprios juízos de risco-benefício.

Em segundo lugar, é tutelado pelos próprios intermediários financeiros, onde dada a complexidade e sofisticação dos instrumentos financeiros, os riscos típicos inerentes ao mercado de capitais, e o seu pouco conhecimento técnico neste domínio, irão ser colmatados, em parte, com a triagem de informação realizada pelo intermediário⁵⁶.

⁵² Gomes, Direito das sociedades cotadas, 123.

⁵³ Assim exige o artº25/2 da Diretiva 2014/65/Eu (DMIF II).

⁵⁴ Gomes, Direito das sociedades cotadas, 128–29; Ilknur Zer, Alejandro Bernales, e Marcela Valenzuela, «Effects of Information Overload on Financial Markets: How Much Is Too Much?», International Finance Discussion Paper, n.º 1372 (março de 2023): 6–12.

⁵⁵ A tutela aqui dada pelo legislador, através da imposição de deveres de informação aos emitentes e oferentes e a penalização de comportamentos dos agentes de mercado que lesem o seu funcionamento eficiente, é destinada a todo o universo de investidores, sendo estes tutelados individualmente pelo legislador de forma reflexa através da formação correta de preços no mercado e da sua eficiência, que para acontecer necessita da difusão de informações de acordo com os critérios do artº7 CVM.

Gomes, Direito das sociedades cotadas, 73; Maria Amália Pereira Dos Santos, Temas de direito direito bancário e dos valores mobiliários (Almedina, 2022), 108–11.

⁵⁶ Gomes, Direito das sociedades cotadas, 124–29.

Na ótica do investidor, a divulgação de informação é primordial para que, não só, estes vejam reduzido o risco de informação inerente à atividade de investimento, como ainda lhe diminui os custos para a obtenção dessa informação e colmata a seleção adversa entre os vários agentes de mercado. Fazendo com que, não haja uma monopolização de informação por alguma das partes que leve ao “aproveitamento de uns sobre os outros”⁵⁷
58.

Por fim, contribuirá para uma maior confiança e interesse dos investidores tanto no mercado como na emitente.

Já vimos que tanto a informação financeira como não financeira, prestada pela emitente é crucial para a tomada de decisão de investimento e ou desinvestimento pelo investidor.

Falta-nos, no entanto, mencionar que o dever de informação das emitentes, também influi na sua captação de financiamento e conseqüentemente no seu custo de capital.

Neste sentido, quanto mais transparente a emitente for disponibilizando informações claras e precisas sobre a sua atividade, reduzirá a assimetria entre investidores e emitentes, o risco de abuso de informação privilegiada e moldará a confiança dos investidores e a sua disposição em financiar a sociedade.

Efetivamente, esta afirmação pode ser sustentada com base em duas premissas. Em primeiro lugar, as ações afiguram-se menos arriscadas a investidores informados do que a investidores não informados e, por norma, os investidores informados detêm maiores quantidades de ações. Então, havendo uma maximização da informação e mais investidores informados, a procura e a cotação dessas ações irá aumentar.

Em segundo lugar, sendo a divulgação de informação um parâmetro de avaliação empresarial e, de fiscalização da gestão da administração, reduzir-lhes-á as incertezas quanto ao risco do investimento.

⁵⁷ José Ferreira Gomes, *Estudos dispersos- Direito mobiliário e Bancário*, vol. 3 (AAFDL, 2021), 13.

⁵⁸ Madalena Perestrelo de Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais» (faculdade de direito de lisboa, 2021), 64; Manoel Gustavo Neubarth Trindade, *Análise econômica do direito dos contratos- Uma nova abordagem do direito contratual como redutor as falhas de mercado* (Thoth, 2021), 96–97; Gomes, *Estudos dispersos- Direito mobiliário e Bancário*, 3:13.

Permitindo-lhes avaliar melhor a capacidade produtiva futura, ficando mais predispostos para investir na mesma e, conseqüentemente, menor será o prémio de risco exigido pelos investidores, dado este também depender das informações disponíveis ⁵⁹.

2.4) Cross-listing:

Caso as empresas pretendam beneficiar de uma visibilidade acrescida, facilitar futuras operações de aquisição, obter mais capital e liquidez, ou benefícios fiscais, poderão sempre listar os seus valores mobiliários em mais do que uma “bolsa de valores”.

Deste modo, cumprindo os requisitos de admissão de cada uma, poderá ter uma categoria de ações cotada em países diferentes, no mesmo mercado doméstico, ou apenas em mercados externos⁶⁰.

Estes são os chamados *cross-listings/dual listings*.

O cross listing também evidencia as suas vantagens, tanto para a emitente, quanto para possíveis investidores.

A nível organizacional da empresa, uma vez que, cada bolsa tem os seus *listing e disclosure standards*, as emitentes precisam de atender às exigências de cada uma. Argumentando-se que nestas sociedades, verifica-se a existência de políticas de *corporate governance e compliance* mais delineadas e mais exigentes decorrentes do reforço das normas de transparência e de divulgação⁶¹.

Em tese, e não sendo algo sempre tão linear, ficando adstritas ao cumprimento dos diversos quesitos informativos, comparativamente ao que teriam caso estivessem cotadas em apenas uma “bolsa de valores”, os administradores terão menor espaço discricionário para conduzir a gestão da sociedade em benefício próprio e de haver *insider trading*.

⁵⁹ Arthur Levitt, «The Importance of High Quality Accounting Standards», 1997; Richard Lambert, Christian Leuz, e Robert E. Verrecchia, «Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital», *Journal of Accounting Research* 45, n.º 2 (2007): 385–86; José Ferreira Gomes, *Direito das sociedades cotadas*, 2º (AAFDL, 2023), 123; Hela Turki, Senda Wali, e Younes Boujelbene, «The effect of IFRS mandatory adoption on the information asymmetry», ed. Collins Gyakari Ntim, *Cogent Business & Management* 3, n.º 1 (31 de dezembro de 2016): 2–5; José Ferreira Gomes, *M&A aquisição de empresas e de participações sociais* (AAFDL, 2023), 218; Leonildo João Lourenço Manuel, *Mecanismos de proteção do investidor no mercado de valores mobiliários*, 1º (Where Angola, 2018), 42; David Easley e Maureen O'hara, «Information and the Cost of Capital», *The Journal of Finance* 59, n.º 4 (2004): 1–20; António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2º (Almedina, 2019), 276; «José João de Avillez Ogando - Os Deveres de Informação Permanente No Mercado de Capitais (*)», *Ordem dos Advogados*.

⁶⁰ Rodrigues, *Manual de Private equity & Venture capital*, 142; Leyuan You, Ali M. Parhizgari, e Suresh Srivastava, «Cross-Listing and Subsequent Delisting in Foreign Markets», *Journal of Empirical Finance* 19, n.º 2 (1 de março de 2012): 200–201

⁶¹ Salem Patel, «Why Do Companies Cross-List Their Shares on Multiple Exchanges?», *GFH Financial Group* (blog), 26 de julho de 2022.

Além disso, a adoção de boas e rígidas políticas de *corporate governance*, não só influi positivamente na gestão societária, permitindo melhorias no seu desempenho e na eficiência, como ainda a existência de maior transparência e escrutínio diminuirá os conflitos de agência, os custos de monitorização dos administradores (*bonding theory*), melhorando por sua vez a proteção dos investidores e transmitindo mais confiança a quem pretende investir nessa determinada empresa⁶².

Ademais, a pluri-cotação em mercados externos, notadamente, naqueles de maior dimensão, incrementa a visibilidade, o prestígio internacional e a liquidez das ações. Atraindo maior interesse, tanto por parte de analistas financeiros, como de investidores. Desta forma, os investidores poderão diversificar a sua carteira de investimentos com valores mobiliários de outras jurisdições conforme os seus interesses e, ao mesmo tempo, diminuir a sua exposição ao risco.

A emitente, com o incremento de liquidez e da visibilidade, poderá encontrar mais oportunidades de crescimento e financiamento, além da diminuição dos custos de capital⁶³.

A título de exemplo, podemos encontrar algumas empresas portuguesas que envergaram pela pluri-cotação. Além da cotação em mercado doméstico, houve empresas que listaram os seus valores em três das maiores bolsas de valores mundiais: a EDP e a Galp na bolsa de valores de Nova Iorque e, na de Londres e a Sonae com valores admitidos na bolsa de valores de Frankfurt.

⁶² Patel; Gilberto Loureiro Sónia Silva, «“Cross-Delisting, Financial Constraints and Investment Sensitivities ”», Núcleo de investigação em políticas económicas da universidade do Minho, 2015, 1–4; Madalena Perestrelo de Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais» (faculdade de direito de lisboa, 2021), 65; José Ferreira Gomes, Estudos dispersos- Direito mobiliário e Bancário, vol. 3 (AAFDL, 2021), 17–19; Jonathan L. Witmer, «Why Do Firms Cross-(De)List? An Examination of the Determinants and Effects of Cross-Delisting», SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY, 15 de novembro de 2005), 4–5; Craig Doidge, G Andrew Karolyi, e Rene M Stulz, «Why Do Foreign Firms Leave U.S. Equity Markets?», 2010, 1508–9; Mário Engler Pinto Junior, Direito societário- Gestão e controle (Saraiva, 2008), 78.

⁶³ Patel, «Why Do Companies Cross-List Their Shares on Multiple Exchanges?»; What is a cross-listing ?; Silva, «“Cross-Delisting, Financial Constraints and Investment Sensitivities ”», 1; Karl V. Lins, Deon Strickland, e Marc Zenner, «Do Non-U.S. Firms Issue Equity on U.S. Stock Exchanges to Relax Capital Constraints?», The Journal of Financial and Quantitative Analysis 40, n.º 1 (2005): 110; You, Parhizgari, e Srivastava, «Cross-Listing and Subsequent Delisting in Foreign Markets», 200–201; Rodrigues, Manual de Private equity & Venture capital, 142; Rodrigues, 142.

2.4) Delisting :

O *delisting* consubstancia uma operação financeira que concentrando o capital social de uma emitente, culmina na retirada de valores mobiliários admitidos a negociação em mercado regulamentado. Quando tais valores mobiliários são as ações que representam o capital social de uma empresa, como é o nosso caso, trata-se de um *delisting* de ações. Quando tal se verifica, não existe uma extinção dos valores mobiliários em causa, ao contrário do que acontece com outros valores mobiliários, mormente valores mobiliários a prazo, como os *warrants*⁶⁴.

2.4.1) Modalidades:

Passaremos então à diferenciação entre as diversas modalidades que o *delisting* pode assumir.

Consoante a entidade que toma a iniciativa para iniciar o procedimento de exclusão, poderemos ter um *delisting* forçado ou voluntário; segundo o objetivo desejado, e o “*modus operandi*” poderá ser realizado a quente ou a frio; por fim, dependendo da quantidade de valores mobiliários excluídos, poderemos ter um *delisting* total ou parcial⁶⁵.

Trata-se de um *delisting* forçado quando, a decisão de iniciar o procedimento de exclusão dos valores mobiliários, provém da entidade gestora do mercado regulamentado pela sua própria iniciativa, conforme o artº213/1/3 do CVM ou, da autoridade de supervisão nos termos do artº214/1/b/5 do CVM, que requererá à entidade gestora do mercado regulamentado a retirada daqueles valores mobiliários da negociação, quando esteja em causa violação de leis ou regulamentos⁶⁶.

O *delisting* forçado visa principalmente proteger quer o bom e regular funcionamento do mercado, quer os investidores. Sendo responsabilidade das entidades gestoras do mercado garantir que somente as empresas que atendem aos padrões e requisitos sejam ou continuem admitidas no mercado⁶⁷.

⁶⁴ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 402; Manuel A. Carneiro Frada e Diogo Costa Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», Revista de direito das sociedades, ano VII de 2015, 55–56; Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 831.

⁶⁵ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 403.

⁶⁶ Oliveira, 404.

⁶⁷ Bhutoria, «From Public To Private: Delisting 101», 686; Jonathan R. Macey, Maureen O’Hara, e David Pompilio, «Down and Out in the Stock Market: The Law and Finance of the Delisting Process», SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY, 1 de abril de 2005), 30; Santos, Temas de direito direito bancário e dos valores mobiliários, 102–3.

Por essa razão, a entidade gestora só poderá envergar pela exclusão, quando a mesma não seja suscetível de causar danos significativos aos interesses dos investidores⁶⁸ atuais da sociedade, nem ao bom funcionamento do mercado, conforme estabelecido no artº 213/1 do CVM⁶⁹.

Correspondem a casos excepcionais, que envolvem a ponderação de vários critérios e primordialmente, um juízo de proporcionalidade (visto que se trata de uma decisão que tem um teor penalizante tanto para os acionistas, como para a emitente e o mercado em que se encontra inserida), sendo apenas tomada em última instância. Especialmente, por este tipo de exclusão não conferir nenhum mecanismo de saída aos acionistas minoritários como nos casos do artº251º F⁷⁰.

São decisões tão excepcionais que, existem casos em que as emitentes mesmo não estando a cumprir com os critérios de admissão e, ao invés de serem forçadamente excluídas da negociação, continuam com as suas ações em negociação⁷¹.

Conforme o artº213/3 do CVM, esta exclusão forçada pode ter como base: o facto da emitente não ter sanado as irregularidades que justificaram a suspensão da negociação (resultantes do artº213/2 do CVM); poderá ter sucedido que deixaram de estar verificados os requisitos de admissão a negociação, constantes dos artº227 e 228º do CVM, como será o caso em que “deixa de estar verificado o nível mínimo de dispersão do capital social no mercado, ou quando tenha uma dispersão mais reduzida, mas não esteja assegurado o regular funcionamento do mercado”⁷². Sendo possível, também, que esteja em situação de insolvência⁷³.

⁶⁸ Os fundamentos que levam a considerar se uma exclusão ou suspensão é suscetível de causar prejuízos significativos aos interesses dos investidores encontram-se vertidos no artº 32/1/2 e artº52/1/2 da DMIF II.

⁶⁹ O artº213/1 do CVM “reporta-se à decisão de exclusão e não à iniciativa do procedimento de exclusão (...) limita-se a estabelecer os termos em que a exclusão, seja voluntária ou forçada, é admitida.” Manuel Requicha Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”» (lisboa, universidade de lisboa, 2007), 140.

⁷⁰ Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 838.

⁷¹ Gomes, Direito das sociedades cotadas, 584; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 404.

⁷² Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 404.

⁷³ Jonathan Macey, Maureen O’Hara, e David Pompilio, «Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process», *The Journal of Law and Economics* 51, n.º 4 (novembro de 2008): 687 a 690; Madalena Perestrelo de Oliveira, «Aula de pós-graduação sobre reestruturação de sociedades cotadas e saída do mercado regulamentado (delisting)»; Madalena Perestrelo de Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais» (faculdade de direito de lisboa, 2021), 404; Manuel A. Carneiro Frada e Diogo Costa Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», *Revista de direito das sociedades*, ano VII de 2015, 56; Pujit Bhutoria, «From Public To Private: Delisting 101», 23 de julho de 2020, 2; Jonathan R. Macey, Maureen O’Hara, e David Pompilio, «Down and Out in the Stock Market: The Law and Finance of the Delisting Process», *SSRN Scholarly Paper* (Rochester, NY, 1 de abril de 2005), 16; Geoffrey Morse, *Palmer’s company law*, 25º, vol. 1 (Sweet and Maxwell ; Thomson Reuters, 2009), 5090–93; D. Balios et al., «Delisted versus

Por outras palavras, quando as sociedades não estejam a cumprir os critérios de capitalização do mercado, constantes do artº229/1/2 do CVM, ou exista um incumprimento relevante de outras regras do mercado (por exemplo, as regras contra abuso de mercado), e essas situações não forem sanadas, a autoridade de supervisão poderá iniciar o procedimento de *delisting* quando a emitente não cumprir a lei ou os regulamentos aplicáveis, ou a pedido do banco de Portugal.

Em contraste, estamos no campo do *delisting* voluntário (também conhecido por *hot/regular delisting*), quando a iniciativa de exclusão da negociação surge exclusivamente por parte da sociedade emitente artº251-F/1 do CVM.

Onde esta, após deliberação em assembleia-geral⁷⁴, apresenta um requerimento à entidade supervisora (CMVM) para revogar a decisão de admissão de uma(s) categoria(s) de ações da negociação.

Apesar da iniciativa de exclusão partir da emitente, cabe sempre à CMVM a apreciação e aprovação da exclusão, é esta que tem a decisão de exclusão artº251ºF/1 e 251ºG/1 do CVM.

Como “fusão” entre o *delisting* voluntário e o *delisting* forçado, encontramos os casos de *cold delisting*.

Na qual, por via de regra⁷⁵, a exclusão da negociação não é a meta pretendida pela emitente, mas surge como uma consequência necessária e indireta, decorrente de uma alteração da estrutura jurídico-societária da emitente.

Esta modalidade reúne particularidades do *delisting* voluntário e do *delisting* forçado.

Isto é, apesar de existir uma deliberação societária no sentido de alterar a sua estrutura societária, a exclusão da negociação dá-se forçadamente por decisão da entidade gestora⁷⁶, pois deixam de estar previstos os requisitos de admissão a negociação, nomeadamente, por não haver um nível adequado de dispersão do capital social como exigido pelo artº229/1/a/2 do CVM ⁷⁷.

Voluntary Delisted versus Remain Listed: An Ordered Analysis», Applied Economics Letters 22, n.º 1 (2 de janeiro de 2015): 67.

⁷⁴ Doravante referida como AG.

⁷⁵ Uma vez que ao abrigo do prévio regime normativo, não era permitido a exclusão voluntária da cotação, as emitentes poderiam envergar por uma transação *public to private* para almejar esse objetivo.

⁷⁶ Como clarifica José Ferreira Gomes, “ a entidade gestora limita-se a reconhecer um efeito que resulta indiretamente da lei; a extinção das ações da sociedade cotada, enquanto valores mobiliários, obsta naturalmente à sua negociação em mercado, forçando a entidade gestora a reconhecer isso mesmo” Gomes, Direito das sociedades cotadas, 586.

⁷⁷ Madalena Perestrelo de Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais» (faculdade de direito de lisboa, 2021), 403 a 405; Manuel A. Carneiro Frada e Diogo Costa Gonçalves,

Podemos citar, como exemplos desta modalidade, as reestruturações societárias, tais como: a fusão por incorporação de uma sociedade cotada numa sociedade não cotada, e a transformação de uma sociedade anónima cotada para outro tipo societário⁷⁸.

Por fim, o *delisting* pode envolver a exclusão de todas as ações admitidas a negociação no mercado regulamentado, caso em que estamos diante de um *delisting* total, ou ainda, podemos ter casos de *delisting* parcial, onde a emitente procede à exclusão da negociação de uma(s) categoria(s) de ações, de um mercado ou de um segmento de mercado, em que esses valores mobiliários estavam em negociação. Por outras palavras, nesta última modalidade, as ações que representam o capital social permanecem, pelo menos, cotadas num mercado⁷⁹.

Em última nota, mencionaremos a sistematização das diferentes modalidades, na ótica de José Ferreira Gomes⁸⁰.

Para além dos típicos *delisting* voluntário e *delisting* involuntário, uma das modalidades que nos menciona é o *delisting* automático/*delisting* potestativo, verificando-se a exclusão automaticamente por decorrência legal. São os casos em que, na sequência de uma OPA, o acionista maioritário exerce o seu direito de aquisição potestativa nos termos dos artº 194 e 195/4 do CVM.

Nestes casos, não se verifica uma deliberação dos sócios nesse sentido, nem um pedido da CMVM à entidade gestora para execução de tal operação, não existindo também uma decisão da entidade gestora.

A exclusão da cotação verifica-se simplesmente, como uma “consequência indireta da vontade do maioritário”⁸¹ operando automaticamente.

A última modalidade mencionada, refere-se ao *cold delisting*.

«Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», Revista de direito das sociedades, ano VII de 2015, 56 a 58; Madalena Perestrelo de Oliveira, «Aula de pós-graduação sobre reestruturação de sociedades cotadas e saída do mercado regulamentado (delisting)»; José Ferreira Gomes, Direito das sociedades cotadas, 2º (AAF DL, 2023), 554; 586.

⁷⁸ Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 57; Gomes, Direito das sociedades cotadas, 554.

⁷⁹ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 405 a 406; Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 57; Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 835; Oliveira, «Aula de pós-graduação sobre reestruturação de sociedades cotadas e saída do mercado regulamentado (delisting)»; Nuno trigo dos Reis e Paula Costa e Silva, «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 de Valores Mobiliários 1, n.º 51 (2015): 54.

⁸⁰ Gomes, Direito das sociedades cotadas, 559.

⁸¹ Gomes, 554.

Enquanto certos autores⁸² categorizam estas operações, como uma subcategoria do *delisting* voluntário, surgindo ao lado do *regular delisting*, a nosso ver e, concordando com José Ferreira Gomes, dado que categorizamos as formas de exclusão da negociação, com base num elemento volitivo, cremos que faria mais sentido autonomizá-lo como uma categoria em si. Isto porque, tanto reúne características do *delisting* voluntário como do forçado.

Ou, alternativamente, categorizá-las dentro do *delisting* forçado, uma vez que, o elemento volitivo se refere apenas à decisão de alteração da estrutura societária, e não em sentido de exclusão de cotação. Sendo a exclusão unicamente determinada pela entidade gestora por deixarem de estar verificados os requisitos de admissão, tal como acontece nos casos de *delisting* forçado.

2.4.2) Cross-delisting:

Ao lado do *delisting*, tal como nos casos de *listing*, as emitentes podem executar um *cross/dual-delisting*.

As emitentes, que tenham optado pela pluri-cotação em várias “bolsas”, podem decidir revogar a permissão de negociar ações em determinadas “bolsas”, e mantendo-as cotadas noutras “bolsas”.

A decisão de *cross-delisting* é mais provável em sociedades de dimensões reduzidas. Isso deve-se à: perda de competitividade e de oportunidades de crescimento; à má liquidez do mercado em que está inserida; à excessiva regulação ou rigidez desse mercado; ao baixo *stock turnover*, ou, simplesmente à incapacidade de suportar os custos de *cross-listing*, que não compensam os benefícios associados⁸³.

3) Motivos subjacentes ao *delisting* voluntário:

Ao optar pelo *listing* de ações num mercado regulamentado, as empresas reconhecem que estão a entrar num mercado de capitais competitivo e em constante evolução. Compreendendo que cada bolsa de valores tem os seus *listing standards*, que

⁸² Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 56; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 404.

⁸³ Isabelle Martinez e Stéphanie Serve, «Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda», *Journal of Economic Surveys* 31, n.º 3 (julho de 2017): 738; Witmer, «Why Do Firms Cross-(De)List?», 17 a 19; Eilnaz Kashfi Pour e Meziane Lasfer, «Why Do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market?», *Journal of Banking & Finance* 37, n.º 12 (1 de dezembro de 2013): 4857.

visam manter essa competitividade e garantir a reputação e qualidade das “bolsas” em questão⁸⁴.

Mercado esse, cujas cotações oscilam consoante as mudanças nas economias mundiais e no mercado em que se encontram inseridos, comportamentos especulativos dos investidores, como ainda, mas não só, dos erros e desvios nas previsões efetuadas pelos analistas e investidores⁸⁵.

Assim sendo, durante o tempo em que se mantêm cotadas, as emitentes discernem conforme a sua necessidade e os benefícios em causa, se lhes continua a ser profícuo manter dispersão pelo público ou, se pelo contrário, lhes compensa retrair-se e abandonar o mesmo.

Ficou demonstrado que o *delisting* na maioria das vezes, surge como processo reativo após a demonstração continuada de maus resultados, e não antes como um processo antecipatório, quando haja uma previsão de que serão incapazes de cumprir com as suas obrigações ou, que a atividade financeira societária não está a ocorrer como expectável⁸⁶.

Posto isto, podemos apontar algumas justificações para o abandono do mercado regulamentado, sendo que, uma das principais causas prende-se com a eliminação dos custos de *compliance* inerentes à admissão e manutenção no mercado “bolsista”.

Nesta linha, diversos autores separam os custos diretos dos custos indiretos. Os custos diretos, que surgem com a admissão à negociação, são os decorrentes da entrada em bolsa (*listing fees*), as taxas anuais impostas pela entidade reguladora e os intrínsecos à prestação dos deveres de informação financeira ao mercado e investidores. A divulgação de informação, significa, portanto, a realização de auditorias e a publicação de resultados, sendo importantes para assegurar o funcionamento do mercado e tutela dos investidores⁸⁷.

⁸⁴ Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 829; Samuel L. Rosenberry, «Listing and Delisting Securities on the New York Stock Exchange», *Virginia Law Review* 45, n.º 6 (1959): 898–99.

⁸⁵ Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 829; Macey, O’Hara, e Pompilio, «Down and Out in the Stock Market», 1 de abril de 2005, 30; Emanuel Leão e Ricardo Barradas, *Mercados financeiros- Emoção e Razão* (Edições sílabo, 2023), 20.

⁸⁶ Macey, O’Hara, e Pompilio, «Down and Out in the Stock Market», 1 de abril de 2005, 30–31.

⁸⁷ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 421–22; Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 23–24; Hadiye Aslan e Praveen Kumar, «Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46, n.º 02 (abril de 2011): 13.

No que diz respeito aos custos indiretos incluem-se, não somente, os provenientes da monitorização da conformidade com as políticas de *compliance* e de *corporate governance* como os custos de agência⁸⁸.

Neste domínio, desenvolveu-se a teoria dos conflitos agência, que explicita as razões para a existência de tais custos (os custos de agência).

Os conflitos de agência podem surgir nas diferentes estruturas organizativas de uma sociedade, diferindo a sua classificação, consoante os sujeitos em causa⁸⁹.

Nas sociedades com acentuada pulverização acionista, encontramos mais latentes, os conflitos de agência verticais. Ou seja, aqueles entre administradores e acionistas e entre a própria sociedade com os seus credores, também chamados de “managerial agency problems”⁹⁰.

Já nas sociedades com massa acionista mais concentrada, assistimos geralmente, a conflitos de agência horizontais, ocorrendo entre acionistas majoritários e minoritários ou entre os próprios acionistas minoritários, os ditos “controlling shareholders agency problem”^{91 92}.

Porém, a literatura tem-se focado mais, nos conflitos verticais uma vez que, nas sociedades anónimas a administração e gestão da sociedade, é exercida com autonomia relativamente aos acionistas, intervindo os últimos nestas matérias, apenas sob pedido do conselho de administração artº373/3 do CSC.

Tornando-se crucial, persuadir a administração a conduzir a gestão da sociedade no melhor interesse dos acionistas, evitando divergências de interesses.

Os custos de agência são um problema significativo na área de *corporate governance*, tendo sido apontados por vários autores como uma das principais causas de retração voluntária do mercado.

Derivam da separação existente entre os detentores do capital da sociedade (*shareholders*) e os que fazem a sua gestão (administradores), resultando do “esforço” dos sócios conseguirem com que os administradores da sociedade atuem conforme os

⁸⁸ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 421–22; Min-Yu (Stella) Liao, «Corporate Governance and Delisting: Evidence from Emerging Markets», *Journal of Accounting & Finance* (2158-3625) 20, n.º 2 (abril de 2020): 4; Martinez e Serve, «Reasons for Delisting and Consequences», 8.

⁸⁹ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de governo das sociedades*, reimpressão (Almedina, 2017), 19–20.

⁹⁰ José Ferreira Gomes, «A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima» (2013), 23.

⁹¹ Gomes, 23.

⁹² Oliveira, *Manual de governo das sociedades*, 18–20; Kraakman Reinier et al., *The anatomy of corporate law- a comparative and functional approach* (Oxford University Press, 2007), 22.

interesses da sociedade e dos acionistas, não extravasando as suas funções na prossecução desses interesses⁹³.

Traduzem-se assim, em todos os custos associados à tentativa de convergência e realinhamento de interesses entre as partes, comportando os: (1) *bonding costs* (custos de incentivo ao alinhamento de interesses⁹⁴), como será exemplo, o estabelecimento de remunerações acessórias⁹⁵ ou o desencadeamento de um elevado endividamento da sociedade (*agency costs of debt*); (2) os *monitoring costs* (custos de fiscalização) sendo aqueles suportados com auditorias internas destinados a monitorizar e limitar condutas adversas a quem é confiada a gestão da sociedade; (3) os *residual losses* (perdas residuais) preconizando os prejuízos que, mesmo tendo sido implementados incentivos de alinhamento de interesses, são incorridos pela “divergência entre as decisões

⁹³ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 420; Madalena Perestrelo de Oliveira, «Going Dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração», Revista de direito das sociedades, ano VI de 2014, 594.

⁹⁴ Neste âmbito veja-se a “The incentive theory”, onde, caso haja inobservância pelo agente de uma conduta compatível com os interesses dos acionistas, tenta-se esboçar uma criação de incentivos remuneratórios que sejam “bastantes para assegurar a participação do agente motivando-o a agir, mas não um incentivo demasiado que torne atraente um desvio na conduta do agente”, no fundo, de forma a tentar a que haja partilha de informações e prevenção de condutas incongruentes com as suas funções. Fernando Araújo, Teoria económica do contrato (Almedina, 2007), 597–600.

⁹⁵ A remuneração dos administradores é um tema importante na área de governo societário, suscitando conflitos de interesse “verticais” e custos de agência, mas que por outro lado, revela-se como uma das soluções para os mesmos conflitos.

Falando das sociedades com elevada dispersão do capital social, por um lado, temos os prejuízos potenciados pela existência do risco moral, onde estes cognoscíveis da sua reduzida monitorização pelos acionistas e, sabendo que em pouco serão afetados pelos prejuízos das suas condutas, tendem a assumir a gestão da sociedade com menos prudência e pouco virada para a inovação.

Ao invés de se concentrarem em projetos que otimizem o lucro e incrementem o valor societário a longo prazo, preferem investir em projetos que apesar de poderem oferecer elevados retornos a curto prazo, por vezes, são projetos com elevado nível de risco e com pouca oportunidade de crescimento, aumentando exponencialmente o endividamento da sociedade.

E isso, pode encontrar-se associado não só, à forma como se avalia e recompensa o seu desempenho, como também, poderá ter que ver egoisticamente à reputação que pretendem manter.

Pois se esse investimento se demonstrar “profitável”, ficarão com uma boa reputação perante os investidores, como também, lhes poderá ser pessoalmente benéfico na manutenção e progressão nos seus cargos e na obtenção de melhores remunerações e possíveis bónus.

Por outro lado, a política de remuneração quando bem estruturada, poderá conduzir a uma consonância de interesses, mitigando esses custos e os riscos assumidos na gestão da sociedade, direcionando-os para a prossecução de interesses e desempenho societário a longo prazo.

Entre eles, podemos apontar os contratos de *stock options* e os bónus anuais.

Tiago Dos Santos Matias, Administração e governação das sociedades- Notas sobre a remuneração dos administradores, governo societário e empresas de investimento (Almedina, 2020), 312–21; Oliveira, Manual de governo das sociedades, 207–8; Jorge André Carita Simão, «A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial», 2010, 30; Alexandre de Soveral Martins, Administração de sociedades anónimas e responsabilidade dos administradores (Almedina, 2020), 109–16; David Hirshleifer, «Managerial Reputation and Corporate Investment Decisions», Financial Management 22, n.º 2 (1993): 145; Maria de Deus Botelho et al., Questões de tutela de credores e de sócios das sociedades comerciais, 2013, 323–25.

efetivamente tomadas pelo agente e as decisões hipotéticas que, se tivessem sido tomadas, maximizariam os interesses do principal”⁹⁶ ⁹⁷.

Um fator também muito contributivo para a existência destes conflitos de interesses é a assimetria informativa.

Cumpra de antemão, ter em mente que, quanto maior for a separação entre a propriedade e o controlo, maior será assimetria informativa entre as partes.

Logo, mais difícil será a monitorização das condutas dos agentes e tendencialmente mais ineficiente será a gestão societária nas mãos destes.

Como sabemos, o acesso à mesma informação será sempre assimétrico entre as partes.

Dado que, nas sociedades anónimas é necessário ter uma certa percentagem do capital social para ter acesso à informação mínima, e geralmente estes sócios detêm uma parcela residual do capital social e a partilha de informações e fiscalização dos administradores implica custos (superiores aos proveitos) que, apesar de serem suportados por todos os sócios, são repartidos proporcionalmente por todos (*shared benefits*).

Juntar isso, ao facto de os acionistas por vezes não terem a formação adequada para averiguar a idoneidade das condutas/decisões dos administradores, torna os sócios menos recetivos à fiscalização da conduta da administração (apatia racional) e com que copiem as posições assumidas pelos acionistas profissionais (*free riding*/efeito boleia) ⁹⁸.

⁹⁶ Gomes, «A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima», 28.

⁹⁷ Gomes, 21–28; Michael C. Jensen e William H. Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY, 1 de julho de 1976), 5; Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 25–26; Araújo, Teoria económica do contrato, 215–16; Oliveira, Manual de governo das sociedades, 208; Madalena Silvério Paulino, «Business judgment rule: enquadramento da figura no ordenamento jurídico português» (masterThesis, 2021), 102; João Cunha Vaz, A OPA e o controlo societário- A regra da não frustração (Almedina, 2013), 51.

⁹⁸ Gomes, «A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima», 23–41; Araújo, Teoria económica do contrato, 215; 286–88; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 420–21; Joana dos Santos Rodrigues Soares dos Reis, «O conflito entre interesses de curto prazo dos investidores institucionais e os interesses de longo prazo dos acionistas- A sua relação com a sustentabilidade da empresa» (Universidade católica do porto, 2020), 15; 28–29; Carlos Francisco Alves, *Empresas orientadas para os shareholders e empresas orientadas para os stakeholders* (Almedina, 2020), 12; Oliveira, *Manual de governo das sociedades*, 51; Pedro Pais De Vasconcelos, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2º (Almedina, 2006), 191; Vaz, *A OPA e o controlo societário- A regra da não frustração*, 49; Paulo Câmara, *Estudos em honra de João Soares Da Silva- Governação societária e influência acionista: sinais de mudança* (Almedina, 2021), 187–88.

Tendo-se demonstrado que os administradores, sobretudo quanto mais reduzidos forem os mecanismos de escrutínio dos seus atos, dado a sua posição privilegiada de poderem conduzir a gestão da sociedade com algum poder discricionário e detendo as ferramentas para o fazer, na ânsia de obter cada vez mais controlo societário e retirar maiores benefícios privados, tendem a gerir a sociedade para maximizar os seus ganhos pessoais, em detrimento da maximização do valor da sociedade a longo prazo e da produção de riqueza aos *shareholders* (risco moral).

Tornando assim, a gestão da sociedade mais ineficiente. Tendência que será mais frísante quanto maior for o cargo pois maior será o seu poder e autonomia societária⁹⁹.

Fazendo com que seja necessário, serem implementadas medidas de supervisão e fiscalização da gestão empresarial para não haver uma dissonância entre os interesses e objetivos da sociedade com os dos seus membros, reduzindo-se também assim os custos de alinhamento de interesses.

A assimetria informativa, influencia as tomadas de decisões dos gestores, nomeadamente, quanto à estrutura de capital, a sua política de financiamento e de investimento, a criação e maximização do valor da mesma, influenciando conseqüentemente, a sua manutenção ou não em mercado regulamentado, sobretudo devido aos custos de agência associados ¹⁰⁰.

Como nos menciona Fernando Araújo, afigurando-se por vezes difícil a fiscalização das suas condutas, os administradores, sejam eles proprietários ou não da sociedade “podem não ter muito a ganhar com o benefício dos proprietários (..) e podem não ter muito a perder com os prejuízos que lhes provoquem”¹⁰¹.

⁹⁹ Reis, «O conflito entre interesses de curto prazo dos investidores institucionais e os interesses de longo prazo dos acionistas- A sua relação com a sustentabilidade da empresa», 14; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 420; Oliveira, «Going Dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração», 594–95; Martinez e Serve, «Reasons for Delisting and Consequences», 745; Min-Yu (Stella) Liao, «Corporate Governance and Delisting», 180; Araújo, Teoria económica do contrato, 596–97; Gomes, «A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima», 23–41.

¹⁰⁰ Maurizio La Rocca, Tiziana La Rocca, e Alfio Cariola, «Overinvestment and Underinvestment Problems: Determining Factors, Consequences and Solutions» 5, n.º 1 (2007): 1–9; Richard A. Brealey e Stewart C. Myers, *Princípios de finanças empresariais*, 5º (McGraw-Hill, 1999), 297.

¹⁰¹ Fernando Araújo, *Introdução à economia II*, 4º (AAFDL, 2022), 10.

Por conseguinte, durante a gestão empresarial tanto podem adotar condutas de sob-investimento, como poderá suceder o contrário e investirem menos que o necessário (sub-investimento), mantendo estes um maior controlo sobre os recursos financeiros da mesma¹⁰².

Como motivações possíveis, subjacentes à apetência para estratégias de sub-investimento, podemos apontar: o facto de o mercado naquele momento, se encontrar numa fase recessiva, significando que a atividade e o crescimento económico encontram-se em declínio e aí os gestores aproveitando também a assimetria informativa a seu favor, retraem-se nos investimentos. Além disso, durante uma fase recessiva as cotações tendem a cair¹⁰³.

A adoção de políticas de investimento mais conservadoras poderá ainda, ter que ver com a aversão ao risco pelos gestores. O que, tanto pode ter um intuito egoísta, de forma que após a realização de maus investimentos, não percam os seus cargos ou manchem a sua reputação.

Ou, contrariamente, no caso de empresas com um elevado endividamento, e tendo estas boas oportunidades de crescimento, estes preferirem não apostar em projetos que apesar de rentáveis, se mostram arriscados para não perderem controlo da empresa ou “afetarem a sobrevivência da empresa até que tais oportunidades de crescimento possam ser aproveitadas”^{104 105}.

Por fim, há quem relacione a política de sub-investimento com o conflito de agência e com a estrutura de capital da empresa, mais especificamente, com o grau de endividamento com que a mesma se encontra.

Neste âmbito, Stewart Myers¹⁰⁶, partindo do pressuposto que o valor da empresa corresponde ao valor dos seus ativos, às oportunidades de crescimento e da capacidade de fazer investimentos rentáveis (parte do seu valor deriva das decisões de investimento da empresa), refere-nos que nas empresas caracterizadas pela existência de um elevado

¹⁰² João P. Vieito e Carlos P. Maquieira, *Finanças empresariais: Teoria e Prática*, 3º (Escolar editora, 2022), 580; Araújo, *Introdução à economia II*, 10–15; Gomes, «A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima», 40.

¹⁰³ «Business Cycle».

¹⁰⁴ Rocca, Rocca, e Cariola, «Overinvestment and Underinvestment Problems: Determining Factors, Consequences and Solutions», 83.

¹⁰⁵ «Business Cycle: What It Is, How to Measure It, the 4 Phases», Investopedia, acedido 11 de novembro de 2023; Maurizio La Rocca, Tiziana La Rocca, e Alfio Cariola, «Overinvestment and Underinvestment Problems: Determining Factors, Consequences and Solutions» 5, n.º 1 (2007): 83.

¹⁰⁶ Stewart C. Myers, «Determinants of Corporate Borrowing», 1976, 3.

endividamento (*risky debt*¹⁰⁷), baixa oportunidade de crescimento e com reduzido *cash flow*, os administradores tendem a rejeitar¹⁰⁸ investimentos rentáveis e maximizadores do valor da empresa.

Não havendo assim transferência de riqueza para os credores e novos acionistas, influenciando, negativamente a criação e o valor da empresa¹⁰⁹.

Relativamente à questão das estratégias de sobre-investimento, estas podem suceder no âmbito do conflito de agência entre administradores e acionistas.

Um dos casos aludidos a esta dualidade de interesses e conflitualidades, resulta das situações em que as sociedades se encontram com um *cash flow* excedente substancial¹¹⁰, mas que, por outro lado, apresentam poucas oportunidades de crescimento não existindo até à data projetos rentáveis¹¹¹.

Neste âmbito, de acordo com a teoria do *free cash flow*, a divergência ocorre em relação à política de distribuição de dividendos.

¹⁰⁷ O *risky debt* refere-se a endividamentos cujo valor de mercado é menor que o respetivo valor nominal. Rocca, Rocca, e Cariola, «Overinvestment and Underinvestment Problems: Determining Factors, Consequences and Solutions», 83.

¹⁰⁸ É-nos explicado que a rejeição desses projetos rentáveis, poderá ter a ver com o valor de mercado e o valor nominal da dívida, ou seja, de acordo com esta teoria o investimento nesse projeto levaria a que, o valor de mercado da dívida, igualasse o valor nominal da mesma assim, o valor criado com os investimentos beneficiaria mais os credores permitindo-lhes recuperar dinheiro pelos seus empréstimos. Restando pouco do valor criado para os acionistas.

Deste modo, os administradores deveriam aceitar apenas projetos que têm um *net present value* positivo e que cubra o valor nominal da dívida, restando dessa forma, algum do valor criado para os acionistas. Rocca, Rocca, e Cariola, 82.

¹⁰⁹ Myers, «Determinants of Corporate Borrowing», 3.

¹¹⁰ O fluxo de caixa excedente (*free cash flow*) consiste nos valores líquidos disponíveis depois de a sociedade pagar todas as suas despesas e financiar todos os projetos com VAL (NPV) positivo, deste modo, quanto maiores forem os fluxos de caixa excedentes, maiores serão os conflitos latentes entre administradores e acionistas. Michael C. Jensen, «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», *The American Economic Review* 76, n.º 2 (1986): 323; Eduardo Sá Silva, Carlos Mota, e Mário Queirós, *Decisões sobre Financiamento, Estrutura de Capital e Política de Dividendos* (Grupo Editorial Vida Económica, 2018), 298; Vieito e Maquieira, *Finanças empresariais: Teoria e Prática*, 580.

¹¹¹ Rocca, Rocca, e Cariola, «Overinvestment and Underinvestment Problems: Determining Factors, Consequences and Solutions», 80–81.

Os administradores, aquando da gestão dos recursos financeiros, em vez de distribuírem os fluxos de caixa livres aos acionistas¹¹², preferem acumulá-los (*empire building*)¹¹³ para utilizá-los na gestão da sociedade em benefício próprio.

Deste modo, a opção pelo *delisting* e transações *PTP* surge, não só, para mitigar o risco dos administradores investirem em projetos que apenas estejam alinhados com os seus objetivos pessoais (negligenciando as expectativas de retorno, oportunidades de crescimento e sustentabilidade da empresa), como ainda, como estratégia contra tomadas de controlo hostis, uma vez que, uma má gestão da sociedade pela administração é aliciante a potenciais *takeovers*¹¹⁴.

¹¹² A retenção destes excedentes pelos administradores e a sua não distribuição pelos acionistas, pode dever-se a alguns fatores: poderá ter que ver com o facto de a distribuição de tais valores significar menos recursos a seu dispor e menor poder ativo no governo da sociedade; poderá ser dinheiro que poderia ser utilizado a título de remuneração aos administradores; bem como, poderá ser usado para financiar projetos expansionistas não rentáveis para a sociedade mas que para estes significará que, expandindo a empresa também se aumentará as suas oportunidades de progressão laboral, remuneração, a sua influência e prestígio no seio societário.

Jensen, «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», 323; Martins, Administração de sociedades anónimas e responsabilidade dos administradores, 109; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 415–16; Steven V. Mann e Neil W. Sichernman, «The Agency Costs of Free Cash Flow: Acquisition Activity and Equity Issues», *The Journal of Business* 64, n.º 2 (1991): 214–15; Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 29.

¹¹³ O acumular de grandes reservas de capital na perspetiva da empresa, pode ser benéfico para criar uma almofada financeira para que, mesmo se naquele dado momento não houver uma oportunidade negócio, quando surgir uma boa oportunidade de investimento, seja de aquisição ou de expansão, a sociedade consiga auto financiar-se.

Mas, caso os fundos gerados internamente se mostrarem insuficientes, aí tentará recorrer a financiamento externo seja através de dívida ou, em último caso, mediante emissão de ações (*Pecking order theory*). Paralelamente, também poderá servir para manter uma estabilidade financeira quando a viabilidade económica seja futuramente posta em causa.

Conexo, também encontramos uma das motivações para uma emitente pretender a saída do mercado regulamentado, pois se estas estiverem bem financeiramente ou encontrarem alternativas ao financiamento pelo mercado de capitais, não necessitam de ficar adstritas a todos os custos associados ao *listing*.

Clara Raposo, «Aula de pós-graduação sobre o objetivo da gestão financeira e a estrutura financeira da empresa»; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 414–16; Oliveira, «Going Dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração», 593–94; Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 60; Reis e Silva, «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», 49; Martinez e Serve, «Reasons for Delisting and Consequences», 742; Deloof et al., *Corporate finance*, 212; Silva, Mota, e Queirós, *Decisões sobre Financiamento, Estrutura de Capital e Política de Dividendos*, 20; Vieito e Maquieira, *Finanças empresariais: Teoria e Prática*, 403.

¹¹⁴ Martinez e Serve, «Reasons for Delisting and Consequences», 745; Jensen, «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», 328; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 415–16; Domitilla Magni et al., «Defining the Relationship Between Firm’s Performance and Delisting: Empirical Evidence of Going Private in Europe», *Journal of the Knowledge Economy* 13, n.º 3 (1 de setembro de 2022): 2587; Oliveira, *Manual de governo das sociedades*, 225; Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 29.

Assim sendo, e como sublinha Michael Jensen, uma das abordagens estratégicas que os acionistas maioritários utilizam para mitigar os desperdícios dos fluxos de caixa livres, é através da realização de operações com elevado teor de alavancagem¹¹⁵.

Onde, fruto do incremento substancial de endividamento resultante destas operações, esse fluxo de caixa excedente, ao invés de ser despendido ao critério dos administradores (comummente investido em projetos de pouca rentabilidade ou em aquisições de empresas a acima do seu valor real), será canalizado para a amortização da dívida contraída para a aquisição da sociedade, forçando assim os administradores a criar altos níveis de rentabilidade¹¹⁶.

De entre os diversos interesses em jogo que podem corroborar estas operações, podemos apontar preponderantemente, a procura pela maximização da eficiência operacional, financeira e estratégica.

Sendo que, alcançando uma maior eficiência, consegue-se diminuir os custos operacionais e incrementar o lucro¹¹⁷.

O facto da sociedade não estar a operar de forma conjecturada requer uma reflexão profunda sobre como conduz a sua atividade económica, especialmente nos casos em que enfrenta dificuldades de gestão ou corre o risco de insolvência.

No entanto, não estando a enfrentar dificuldades, a reorganização societária poderá ser efetuada estrategicamente, como forma de se expandir e fazer face à concorrência na sua área de atividade ou, também como meio de diversificação da sua atividade¹¹⁸.

¹¹⁵ A questão da estrutura de capital de uma empresa e o recurso ao endividamento substancial da sociedade, tem há muito tempo sido estudada e, apesar de ser também perigoso recorrer a estas estratégias, têm sido apontados alguns benefícios no seu recurso na perspetiva da sociedade: o aumento da eficiência na estrutura organizativa da sociedade e na condução da gestão da atividade social, reduzindo-se o desperdício desses recursos pois haverá um maior risco de falência após estas operações; poderá levar a um incremento da capitalização bolsista da emitente e à entrada de fundos; forma também apontados os seus benefícios fiscais pois os encargos financeiros com a dívida (juros) são fiscalmente dedutíveis; por fim, mas, não só, permite-lhe proceder a pagamentos mais baratos que o pagamento de dividendos.

José Diogo Horta Osório, Da tomada do controlo de sociedades (takeovers) por leveraged buy-out e sua harmonização com o direito português (Almedina, 2001), 18; Michael C. Jensen, «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», *The American Economic Review* 76, n.º 2 (1986): 324–28; Fernando Araújo, *Introdução à economia I*, 4º, vol. I (AAFDL, 2021), 626–31; Marc Deloof et al., *Corporate finance* (Intersentia, 2021), 177–86; Carlos Manuel de Jesus e Sousa de Araújo Ribeiro, «Determinantes da estrutura de financiamento da empresa.» (masterThesis, ISEG, 2001), 33–35.

¹¹⁶ Martínez e Serve, «Reasons for Delisting and Consequences», 745; Jensen, «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», 325–28; Deloof et al., *Corporate finance*, 212.

¹¹⁷ Edward Altman, Edith Hotchkiss, e Wei Wang, *Corporate financial distress, restructuring, and bankruptcy*, 4º, Wiley finance series (John Wiley & Sons, 2019), 11–12; Karine Meneses Sardinha, «Fusões e aquisições : eficiência e transmissão indireta de empresas» (masterThesis, 2021), 14; Oliveira, *Manual de corporate finance*, 299; Gonçalves Duarte, Francisco Coelho, e João Lousada, «Reestruturação societária», sem data; Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 27.

¹¹⁸ Sardinha, «Fusões e aquisições», 14 e 21; Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 26–27; Oliveira, *Manual de corporate finance*, 96 e 297–300.

É importante ter em mente que, a manutenção de grandes volumes de capital sob a posse de um ou mais acionistas controladores, pode ser arriscada e favorecer comportamentos abusivos por parte desses indivíduos. São os designados conflitos horizontais.

Ainda que, alguns autores aleguem que o *delisting* e as transações *PTP*, particularmente, nas empresas com uma estrutura de governo mais ineficiente, possam minorar os problemas de agência (favorecendo um aperfeiçoamento nas suas estruturas de governo, pois, sendo a massa acionista menor é possível uma maior fiscalização da administração e um melhor desempenho), contudo, estas operações poderão levar ao efeito inverso ¹¹⁹.

Efetivamente, a concentração do capital pode ser realizada como uma forma dos maioritários evitarem a diluição da sua participação social e reforçarem o seu controlo¹²⁰

¹¹⁹ Martinez e Serve, «Reasons for Delisting and Consequences», 736; 745–49; Min-Yu (Stella) Liao, «Corporate Governance and Delisting», 180; Reis, «O conflito entre interesses de curto prazo dos investidores institucionais e os interesses de longo prazo dos acionistas- A sua relação com a sustentabilidade da empresa», 14; Oliveira, Manual de governo das sociedades, 19.

¹²⁰ No mercado de capitais também presenciámos a existência de um “*market for corporate control*”, onde devido também à livre transmissibilidade das ações, são negociadas participações de controlo significativas (ainda que não maioritárias) chegando os investidores a pagar valores acima do valor de mercado das participações sociais, para terem uma possibilidade de controlarem a sociedade, uma vez que “os direitos de controlo podem exceder os direitos de propriedade”. Nuno André da Costa Ribeiro, «O Efeito-Controle no Prémio Pago em Tomadas de Posições Accionistas» (faculdade de economia da universidade do porto, 2006), 1.

Quem detém uma participação significativa poderá ditar as decisões da sociedade influenciando a sua gestão.

A pretensão de controlo pode ser vista por, pelo menos, duas ordens de fatores: o comportamento oportunista dos investidores para obtenção de benefícios privados e como forma de convergência entre os interesses dos administradores e da sociedade.

Quanto ao oportunismo dos acionistas, os benefícios que as posições de controlo lhes podem conferir, reportam-se não só a questões financeiras, como ainda, ao poder societário proporcionado aos *insiders*, mormente visível nos casos de obtenção de informações sobre os vários assuntos corporativos para trocas de informações e negociações de ações com outras empresas.

Já na questão de alinhamento de interesses, relatam os autores que a capitalização bolsista encontra-se intrinsecamente interligada com a condução da gestão da sociedade pela administração e com a criação de lucro aos acionistas.

Uma gestão ineficiente da sociedade irá refletir-se na cotação de mercado da mesma e, o facto de estar subcotada afigura-se apelativo a quem entende que se efetuar um *Takeover* bem sucedido, conseguirá lograr bons retornos desse investimento se revigorar a eficiência da gestão pela administração.

Por essa razão, os acionistas dominantes temendo uma mudança de controlo na sociedade, tenderão a controlar mais a conduta dos gestores.

Oliveira, Manual de governo das sociedades, 224–25; Oliveira, Manual de corporate finance, 24–25; Henry G. Manne, «Mergers and the Market for Corporate Control», *Journal of Political Economy* 73, n.º 2 (1965): 112–13; Manuel Requicha Ferreira, «Mecanismos “facilitadores” da cessão de controlo de sociedades cotadas» (faculdade de direito de lisboa, 2011), 32; Frank H. Easterbrook e Daniel R. Fischel, «Corporate Control Transactions», *The Yale Law Journal* 91, n.º 4 (março de 1982): 705.

Para um melhor entendimento desta matéria veja-se: Ribeiro, «O Efeito-Controle no Prémio Pago em Tomadas de Posições Accionistas»; Ferreira, «Mecanismos “facilitadores” da cessão de controlo de sociedades cotadas»; Miguel E. Cancela de Abreu, «Private benefits of control-Do aproveitamento pessoal

societário, de forma que possam impor e traçar as suas próprias estratégias empresariais. Assim obtêm, benefícios privados à custa do valor da sociedade e dos restantes acionistas. Além disso, não podemos descurar, a realização destas operações por via do abuso de informação privilegiada¹²¹.

Há casos em que os maioritários retiram uma emitente da negociação para, com a consequente queda da cotação, poderem adquirir as participações dos minoritários a preço de saldo, consolidando assim a sua posição no seio societário¹²².

É importante salientar que, é uma prática corrente societária, os acionistas maioritários instrumentalizarem e instruírem os administradores¹²³ a atuarem prediletamente, consoante os interesses deles, em detrimento dos demais acionistas e do interesse social, em troca de uma melhor remuneração, caso lhes seja oferecida essa prerrogativa¹²⁴.

Previamente vimos que, a assimetria informativa, no âmbito da *corporate governance*, era potenciadora de conflitos de agência verticais. Contudo, esse não é o único efeito prejudicial que pode gerar.

É um facto consabido, a inexistência de mercados de capitais perfeitos dotados de uma concorrência perfeita entre todos os agentes de mercado, com paridade na obtenção da mesma informação. E, apesar de, supostamente um mercado que seja eficiente, significar que toda a informação disponível é rapidamente absorvida e refletida na cotação, tal não significa que a cotação de uma emitente corresponda ao ser verdadeiro

do controlo», Revista de direito das sociedades 15 (2016): 151–96; Manuel José Resende Cardoso Sequeira, «Benefícios privativos do controlo: proteção dos acionistas, oferta obrigatória e preço equitativo» (masterThesis, 2016), 12–28.

¹²¹ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 420–21; Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 26; Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta: delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 60; Martinez e Serve, «Reasons for Delisting and Consequences», 736, 749; Min-Yu (Stella) Liao, «Corporate Governance and Delisting», 180; Oliveira, Manual de governo das sociedades, 19–20; Reis, «O conflito entre interesses de curto prazo dos investidores institucionais e os interesses de longo prazo dos acionistas- A sua relação com a sustentabilidade da empresa», 14; Ettore Croci e Alfonso Del Giudice, «Delistings, Controlling Shareholders, and Firm Performance in Europe», SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY, 26 de novembro de 2011), 1.

¹²² Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta: delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 61.

¹²³ Para exemplos de benefícios privados que se consegue extrair, veja-se: José Ferreira Gomes, Estudos dispersos-Direito das sociedades, vol. 2 (AAFDL, 2021), 17-18 ; 22–25; José Ferreira Gomes, Código do governo das sociedades anotado (Almedina, 2012), 311–12.

¹²⁴ Matias, Administração e governação das sociedades- Notas sobre a remuneração dos administradores, governo societário e empresas de investimento, 317; Vasconcelos, A participação social nas sociedades comerciais, 75; Gomes, «A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima», 24–25; Martins, Administração de sociedades anónimas e responsabilidade dos administradores, 111; Matias, Administração e governação das sociedades- Notas sobre a remuneração dos administradores, governo societário e empresas de investimento; Jorge Manuel Coutinho de Abreu, Governação das sociedades comerciais (Almedina, 2006), 15.

valor. Podendo neste sentido, uma emitente encontrar-se, ainda assim, subvalorizada ou sobrevalorizada¹²⁵.

A assimetria informativa, particularmente em empresas de menor dimensão, entre administradores, analistas financeiros¹²⁶ e investidores institucionais¹²⁷, pode conduzir a uma subavaliação e subvalorização, podendo influenciar a decisão de retirada do mercado. Uma vez que, a emitente, vendo “frustrada a sua expectativa de manutenção da negociabilidade dos seus valores mobiliários”¹²⁸, não vê benefícios em se manter cotada¹²⁹.

Apesar das diversas regulações normativas, que visam assegurar uma maior transparência no mercado, os administradores têm acesso a informações privadas sobre a potencialidade de valorização dos ativos que a emitente detém e, sobre a sua real situação económica, informações essas que os “*outsiders*” não possuem.

¹²⁵ Deloof et al., *Corporate finance*, 11–12; Brealey e Myers, *Princípios de finanças empresariais*, 331; Santos, *Temas de direito bancário e dos valores mobiliários*, 109–10.

¹²⁶ Os próprios analistas financeiros devendo ser agentes imparciais de mitigação da assimetria informativa e de promoção de eficiência nos mercados mobiliários, podem por vezes, encontrar-se em situações de conflito de interesses.

Nos casos em que estejam adstritos a um determinado intermediário financeiro na sua atividade de análise financeira, podem preconizar recomendações e análises financeiras que vão ao encontro ou dos seus interesses pessoais ou dos interesses da entidade empregadora.

Para além disso, para calcular o valor do capital acionista utilizam métodos objetivos mas que têm por base pressupostos subjetivos que lhes pareçam adequados, influenciando por esta via, a cotação das sociedades e as decisões dos investidores.

Gonçalo Castilho dos Santos, *O conflito de interesses no direito societário e financeiro- A análise financeira e o conflito de interesses*, 2010, 431–36; Abel L. Costa Fernandes et al., *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*, 4º (Almedina, 2022), 500–501.

¹²⁷ Como investidores institucionais encontramos como exemplo: os fundos de investimento, os fundos de pensões e os fundos dos sindicatos, os bancos e as seguradoras. São normalmente quem detém os maiores blocos de titularidade de ações face aos investidores particulares, sendo também conotados como geradores de conflitos horizontais entre os intermediários e os seus clientes, trazendo conflitos na governação, pois abdicam de estratégias a longo prazo para procurar a obtenção de resultados no menor espaço de tempo, negligenciando a gestão ativa dos fundos geridos e das empresas que as integram.

¹²⁸ Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 836.

¹²⁹ Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 27; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 413–14; Luc Renneboog, Tomas Simons, e Mike Wright, «Why Do Public Firms Go Private in the UK? The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation», *Journal of Corporate Finance, Private Equity, Leveraged Buyouts and Corporate Governance*, 13, n.º 4 (1 de setembro de 2007): 598; Reis e Silva, «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», 49.

E, devido à divergência negativa entre o valor real da sociedade e o valor dos ativos em negociação, que resulta numa avaliação incorreta da sociedade, e consequentemente, numa perda de liquidez dos seus valores mobiliários e na captação de interesse, incentiva os administradores a solicitarem à entidade reguladora a retirada do mercado regulamentado, ou a aproveitarem a assimetria a seu favor para realizar operações de *PTP*, tais como *MBO's* e *IBO's*¹³⁰.

4) Distinção de figuras afins:

4.1) Going-private transactions:

Mostra-se corrente cunhar operações de *delisting* como transações *public to private*, dado que não existe uma qualificação concreta e diferenciadora quanto a este último tipo de operações, que forneça uma clara distinção relativamente ao *delisting*. Sendo vulgarmente referidas com a mesma denominação, pois ambas conduzem ao mesmo desfecho: a cessação da negociação em mercado regulamentado dos valores mobiliários admitidos¹³¹.

No entanto, são operações que, apesar de podermos reconduzir a sua realização aos mesmos motivos societários subjacentes, não só o procedimento que conduz ao desfecho final é díspar, como ainda diferem quanto à constituição da estrutura acionista após a operação. Enquanto no *delisting* a estrutura acionista continua a ser a mesma, nestas transações esta é alterada¹³².

Mais, enquanto nos casos de *delisting* (voluntário) existe um pedido dirigido diretamente à entidade reguladora para revogação da admissão a negociação dos seus valores mobiliários, tal como previsto no artº251ºF.

¹³⁰ Deloof et al., *Corporate finance*, 229; Renneboog, Simons, e Wright, «Why Do Public Firms Go Private in the UK?», 598–99; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 413–14; Oliveira, *Manual de corporate finance*, 98; Reis e Silva, «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», 49; C. Weir *, D. Laing, e M. Wright, «Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private», *Applied Financial Economics* 15, n.º 13 (1 de setembro de 2005): 949.

¹³¹ Marc Morgenstern e Peter Nealis, «GOING PRIVATE: A REASONED RESPONSE TO SARBANES-OXLEY?», 2004, 2.

¹³² Dirk A. Zetzsche, «Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting», *SSRN Scholarly Paper* (Rochester, NY, 29 de janeiro de 2014), 12,.

Existindo assim, verdadeiramente um intuito de exclusão da negociação, nos casos das *transações public to private* não se verifica esse pedido à entidade reguladora. A extinção da negociação surge, inevitavelmente, devido a uma alteração na estrutura societária de uma sociedade cotada, que pode ser causada por uma reestruturação empresarial ou uma aquisição societária¹³³.

Há autores que classificam estas operações como *delisting* a frio, dado que reúne características do *delisting* a quente e do *delisting* forçado.

Significa que, por um lado, há uma vontade por parte do emitente e, por outro, como normalmente são operações que envolvem um elevado grau de aquisição de controlo societário (onde os oferentes ficam numa posição de domínio), implica que o grau de dispersão de ações pelo público não satisfaz o mínimo exigido pelas bolsas de valores¹³⁴.

Sendo as autoridades reguladoras obrigadas a excluir essas ações da negociação no mercado regulamentado, conforme mencionado nos artigos 213/1/3/a e 229/1/2 do CVM.

Contudo, pode-se afirmar que, apesar destas transações provocarem um *delisting* total dos valores admitidos em mercado, o contrário já não se verifica. Ou seja, o *delisting* não implica necessariamente a realização este tipo de transações¹³⁵.

São operações que, no plano geral, ocorrem no âmbito de aquisições de empresas, especialmente no mercado de controle societário.

Por norma, assistimos à tomada de controlo de empresas, com a aquisição de uma quantidade substancial de participações sociais dos acionistas da sociedade visada, para que, no final do negócio (ficando poucos ou nenhuns dos prévios acionistas), suceda uma concentração da propriedade e do controlo societário. A fim de, assim, assumirem a sua gestão e tirarem a emitente do mercado e aumentarem o seu valor¹³⁶.

Enquanto estas transações se realizam mais recorrendo a fusões e *takeovers* no continente norte-americano, no continente europeu, apesar de também, se recorrer a estas estratégias, é mais expressiva a utilização de OPA's¹³⁷.

¹³³ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 404-405 ; 456–57.

¹³⁴ Oliveira, 404–5; M Tutino, I C Panetta, e E Laghi, «Key Factors in Delisting Process in Italy: Empirical Evidence», 2013, 218; Zetzsche, «Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting», 1, 5.

¹³⁵ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 405.

¹³⁶ Osório, Da tomada do controlo de sociedades (takeovers) por leveraged buy-out e sua harmonização com o direito português, 13–16; António Menezes Cordeiro, «Da tomada de sociedades (takeover): Efectivação, Valoração e técnicas de defesa», Separata da revista da ordem dos advogados, n.º Ano 54-III (1994): 763; «Going Private and Going Dark - Structured Finance - United States».

¹³⁷ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 461, 482.

Cumpra assim referir que, estas transações, constituindo formas de transmissão jurídica de empresas, são normalmente realizadas e financiadas com recurso à alavancagem financeira da empresa *target* (*leveraged buy-outs*).

Os tomadores de controlo, sem ou com poucos recursos financeiros, afetam o mínimo de meios financeiros próprios, servindo-se maioritariamente de financiamento alheio.

Subjugando a sociedade visada a um aumento significativo do seu endividamento (dívida que será gradualmente liquidada) com: a afetação dos *cash flows* gerados pela sociedade adquirida, com as reservas, e ainda à custa dos seus ativos e, excepcionalmente pela alienação dos seus bens, utilizando nomeadamente, técnicas de *transfer pricing/upstream transfers* para a sociedade mãe ou sociedade veículo^{138 139}.

Os *takeovers* podem concretizar-se através de vários tipos de operações de *Leveraged buy-outs* (LBO), sendo diferenciados consoante os sujeitos que realizam a operação. Os mais predominantes, que podemos identificar, são os *management buy-out* (MBO), os *management buy-in* (MBI), os *institutional buy-out* (IBO) e os *buy-in management buy-out* (BIMBO)¹⁴⁰.

¹³⁸ Nestas operações normalmente cria-se uma sociedade-veículo (*newco/SPV*) sendo aquela que compra a empresa alvo, após a aquisição estas duas empresas fundem-se e a empresa *target* assume a dívida contraída para a adquirir. Oliveira, Manual de corporate finance, 307; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 459.

¹³⁹ Bernardo Patrão, «O leveraged buyout e o princípio da proibição de assistência financeira» (Universidade católica do porto, 2019), 14–22; Osório, Da tomada do controlo de sociedades (*takeovers*) por leveraged buy-out e sua harmonização com o direito português, 9–21, 93, 109; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 458–61; Oliveira, Manual de corporate finance, 306–7.

¹⁴⁰ Nos casos de *MBO's*, a aquisição da sociedade *target* é levada a cabo pela própria administração ou pelos sócios, tornando-se os gestores atuais em acionistas da empresa adquirida. Também a este propósito, esta é a que tem maior probabilidade de sucesso da operação visto que são os administradores que melhores perceções têm sobre a solvabilidade financeira da empresa adquirida, mas também a que mais problemas levanta quanto a questões de *insider trading* e geradora de conflito de interesses.

Os *MBI's*, sendo operações semelhantes aos *MBO'S* diferem na medida em que são levados a cabo por grupos de gestores externos à sociedade que irão substituir a atual administração.

Quanto aos *IBO's*, as aquisições já são realizadas por investidores institucionais ou por empresas de *private equity* ou de capital de risco, apresentando como finalidade subjacente, incrementar o valor da sociedade para posterior revenda. No entanto, tanto nesta operação como nos *MBO'S* a administração é que fica detentora do capital da sociedade, seja por terem feito parte do “consórcio” que adquiriu a empresa (*MBO*), seja, porque esse capital é dado como uma “retribuição” pelos investidores externos.

Finalmente, os *BIMBO's*, são uma combinação entre os *MBO'S* e *MBI'S*, ou seja, são os administradores da sociedade *target* que conjuntamente com gestores externos, procedem à aquisição da empresa *target*. Patrão, «O leveraged buyout e o princípio da proibição de assistência financeira», 24–27; Osório, Da tomada do controlo de sociedades (*takeovers*) por *leveraged buy-out* e sua harmonização com o direito português, 17, 96; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 456–60.

Em contexto nacional, a saída do mercado regulamentado por via de transações *public to private*, pode suceder na sequência de OPA's, da fusão de uma sociedade cotada com uma não cotada, das transformações societárias, e ainda pela cisão de sociedades cotadas¹⁴¹.

Relativamente às OPA's veremos mais à frente como se processam, quanto às restantes formas de transações *PTP* (a fusão¹⁴², cisão e a transformação), estas são operações de reestruturação societária, sendo possível notar a exclusão dos valores mobiliários admitidos, devido à caducidade.

Verificando-se este efeito, pois “extinguindo-se a sociedade incorporada ou fundida, ou mudando o tipo societário”¹⁴³, a admissão no mercado regulamentado caduca relativamente àquelas sociedades. Ou seja, sempre que, destas operações resultar uma nova sociedade, esta nova sociedade tem que formular um pedido de admissão à negociação¹⁴⁴.

4.2) Operações *going dark*:

Estas operações, também conhecidas como *regular delisting*, devido à vontade da emitente, são mais comuns no sistema jurídico dos EUA, sendo que a menção a estas é feita com base nas particularidades desse enquadramento jurídico.

As *publicly traded companies*, além da sujeição às obrigações de reporte decorrentes das bolsas de valores e do *sarbanes-oxley act* e, as que segundo o *securities Exchange act* de 1934 sejam consideradas *reporting companies*, ficam ainda sujeitas às regras para as *reporting companies* ditadas pela *SEC*, e a um exigente “regime regulatório” (o *mandatory disclosure systems*).

¹⁴¹ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 482.

¹⁴² As fusões e aquisições podem ser levadas a cabo por diversas razões entre as quais: a diversificação do risco com a implementação e desenvolvimento de novos produtos e projetos operando em diferentes ramos de atividade/mercados; aumentar a sua dimensão no mercado fundindo-se ou adquirindo outras empresas, e assim, também, conseguir se defender de aquisições por empresas de maior dimensão; a canalização dos fundos excedentes, quando esta tenha elevados índices de rentabilidade e decida não distribuí-los pelos acionistas ou, no desenvolvimento de novos projetos quando não haja alternativas mais rentáveis; quando “a empresa objetivo tem algo que complementa a produção ou a prestação de serviços da empresa adquirente” Vieito e Maquieira, *Finanças empresariais: Teoria e Prática*, 572. estando também aqui inseridos os casos das integrações verticais, onde as fusões e aquisições efetuam-se entre empresas que se encontram na mesma cadeia de produção ou abastecimento; por fim pode estar subjacente os ganhos fiscais decorrentes da operação. Vieito e Maquieira, 571–83.

¹⁴³ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 489.

¹⁴⁴ Oliveira, 488–90.

Este regime impõem-lhes um rigoroso escrutínio informativo, tal como informações pormenorizadas sobre os seus resultados e a sua situação financeira, os ativos que detém, processos que existem contra a mesma¹⁴⁵.

Informações estas, destinadas a conferir proteção e confiança dos investidores, facilitando a negociação e justa transação dos valores mobiliários em causa. Permitindo ainda, garantir a transparência e a eficiência dos mercados.

Sucedem-se que, a elaboração e disponibilização de tais informações e relatórios, acarreta avultados custos. Isto para certas emittentes, poderá não ser tolerável face à sua situação financeira naquele determinado momento societário.

Apesar de se pretender diminuir as responsabilidades informativas, seja pelos custos de *compliance* e *disclosure* associados, ou simplesmente por estarem num mercado competitivo e, portanto, não ser conveniente divulgar certos dados sobre a atividade empresarial, estas operações podem ter diversos fatores subjacentes, que variam consoante as circunstâncias específicas de cada empresa, impactando diferentemente cada uma delas.

Além disso, em certos casos, os motivos coincidem com os de *delisting* e das transações *PTP*.

Tais como: a reanálise da gestão político-económica e estratégica adotada; a adoção de políticas de *corporate governance* mais flexíveis, como as relativas às regras da constituição do conselho de administração; a tentativa de incrementar a sua capitalização de mercado e realizar o valor total da empresa, quando se encontra subvalorizada ou a operar num mercado estagnado, sem oportunidades de crescimento.¹⁴⁶

É assim, uma solução a longo prazo, adequada para empresas que não retirem proveito de ser *reporting companies* e estão cotadas nas bolsas de valores.

Dessa forma, podem usar os recursos internos e o tempo anteriormente gasto com as políticas de *compliance* para focar na gestão empresarial e, criar e incrementar valor para

¹⁴⁵ Jesse M. Fried, «Firms Gone Dark», *The University of Chicago Law Review* 76, n.º 1 (2009): 135; «SEC.gov | What does it mean to be a public company?»; «Reporting Company | Practical Law»; «“Going Dark” – A Process for Delisting and Deregistration of Public Company Securities», *Dudnick Detwiler Rivin & Stikker LLP* (blog).

¹⁴⁶ Contudo, tal também poderá não se verificar uma vez que, saindo a empresa do olho público e perdendo visibilidade não só, não atrairá a atenção dos analistas financeiros ou atraindo, perpetuarão a avaliação precária, como também, havendo menos deveres informativos e ficando as ações com menor liquidez, tal se refletirá na sua cotação e poderá não cativar investidores. «“Going Dark” - Voluntary Delisting and Deregistration under the Securities Exchange Act of 1934 - The Attractions of the “Dark Side” | News & Resources | Dorsey».

a empresa e os seus acionistas, deixando de lado as estratégias de criação de valor para os acionistas de curto prazo para adotar soluções de longo prazo¹⁴⁷.

Sendo assim, seja em virtude de estarem a enfrentar um período adverso, ou por a emitente querer ser menos transparente com a informação transmitida ao público, é-lhes permitido, quando preencham determinados pressupostos¹⁴⁸, saírem de um mercado de cotações oficial (como a *NASDAQ* ou *NYSE*), e de cancelarem o registo das suas ações sob o Exchange Act.

Deixando assim, de estar sujeitos ao estatuto de *reporting company* e, suspenderem as imposições de reporte decorrentes desse estatuto e das que advêm dessas bolsas.

Note-se que, é possível após “*going dark*” a sociedade voltar a ter que registar as suas ações sob o *Exchange Act* e a ter obrigações de reporte caso ultrapasse os anteditos pressupostos.

Vale ressaltar que, após uma emitente “*ir Dark*”, ainda é permitido que, sejam consideradas *publicly traded companies*, podendo transacionar os seus valores mobiliários num mercado de balcão.

Apesar de ainda ficarem sujeitas à divulgação de algumas informações que decorrem da lei societária e mobiliária aplicável, este mercado de cotação não oficial, não implica tantas exigências informativas e tantos custos¹⁴⁹.

Contrapondo estes processos com as transações *PTP*, estas últimas, podendo assumir vários tipos de operações, caracterizam-se por envolverem um processo burocrático maior e mais custoso.

¹⁴⁷ «Going Private and Going Dark - Structured Finance - United States»; Christian Leuz, Alexander Triantis, e Tracy Yue Wang, «Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations», *Journal of Accounting and Economics* 45, n.º 2–3 (agosto de 2008): 182; Oliveira, Manual de corporate finance, 97; Ottorino Morresi, «Leveraged Buyouts, Going Dark and the Change of the Trading Venue», *The Decision to Delist from the Stock Market*, 2018, 109–10; «FREQUENTLY ASKED QUESTIONS RELATING TO GOING DARK», 2022, 1; «"Going Dark" - Voluntary Delisting and Deregistration under the Securities Exchange Act of 1934 - The Attractions of the “Dark Side” | News & Resources | Dorsey».

¹⁴⁸ São eles: terem registados até 300 acionistas de determinado valor em bens ou 500 acionistas quando a emitente não exceda um determinado valor em bens (*recordholder test*) e de estas passarem a negociar exclusivamente os seus valores mobiliários no mercado de balcão.

Os mercados OTC (*over the counter*) anteriormente designados mercados de balcão, são mercados financeiros descentralizados, onde são transacionados vários instrumentos financeiros de forma bilateral com ou sem intervenção de intermediários financeiros, sendo que cada tipo de mercado OTC tem exigências informativas diferentes. Oliveira, Manual de corporate finance, 361; Nuno Ricardo da Pena, Código dos valores mobiliários anotado e comentado, 3º, 2019, 302.

¹⁴⁹ Fried, «Firms Gone Dark», 135–42, 150–51; Oliveira, Manual de corporate finance, 97; Martinez e Serve, «Reasons for Delisting and Consequences», 738; «"Going Dark" - Voluntary Delisting and Deregistration under the Securities Exchange Act of 1934 - The Attractions of the “Dark Side” | News & Resources | Dorsey».

Ao passo que, nas operações *going dark*, para estas se efetivarem, “basta” o preenchimento de um formulário com a *SEC*.

Além disso, para a realização das ditas *transações public to private* é também necessário a aprovação dos acionistas em sede de assembleia-geral. Acionistas estes que, vêem as suas participações sociais a serem compradas, implicando assim, também, a mudança da estrutura acionista da emitente.

Por fim, outro ponto a apontar, trata-se do facto de nestas transações, a sociedade deixar de ser considerada uma *public company* para ser uma *private company* deixando de ter os seus valores mobiliários transacionados publicamente ¹⁵⁰.

Já quanto ao *delisting*, os processos de *going dark* divergem no seguinte aspeto: enquanto nos casos de *delisting* umas/s certas/s categorias de ações de uma emitente são retiradas de uma determinada bolsa de valores (podendo continuar a ser transacionadas noutras bolsas de valores ou mercados de balcão), nos processos *going dark*, todas as categorias de ações de uma emitente, são retiradas do mercado regulamentado. Além disso, o *delisting* não elimina as obrigações de reporte, podendo haver empresas não cotadas que são “*public reporting company*”¹⁵¹.

4.3) *Downlisting* e suspensão da negociação:

Referimo-nos a *Downlisting* aos casos em que, tendo uma emitente as suas ações transacionadas num determinado mercado, ou segmento de mercado regulamentado, estas procedem a uma exclusão de valores mobiliários nesse dito mercado/segmento, para serem de seguida admitidos e transacionados noutra mercado/segmento de mercado (regulamentado ou não) menos exigente¹⁵².

Caso haja uma transição para outro mercado/segmento de mercado, na qual seja exigido um grau similar de obrigações de reporte, e confira um patamar de tutela dos investidores equivalente, tratar-se-á apenas de uma alteração do mercado/segmento de mercado (*listing transfer*)¹⁵³.

¹⁵⁰ «Going Private and Going Dark - Structured Finance - United States»; «Tiring of the Public Eye? Delisting, Deregistration and Going Private | Perkins Coie»; «"Going Dark" - Voluntary Delisting and Deregistration under the Securities Exchange Act of 1934 - The Attractions of the “Dark Side” | News & Resources | Dorsey».

¹⁵¹ «"Going Dark" - Voluntary Delisting and Deregistration under the Securities Exchange Act of 1934 - The Attractions of the “Dark Side” | News & Resources | Dorsey».

¹⁵² Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 406; Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 835.

¹⁵³ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 406; Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 835–36.

Do mesmo modo que, nos casos de *delisting*, estes podem ser categorizados como total ou parcial, cremos que deverá proceder-se de igual forma nas operações de *downlisting*.

Assim sendo, caso haja um *downlisting* de apenas certa(s) categoria(s) de ações, mantendo-se outra(S) categorias¹⁵⁴ de ações em negociação em mercado regulamentado, estaremos perante um *downlisting* parcial.

Caso haja a transição de todas as categorias de ações admitidas, estaremos diante um *downlisting* total.

O ponto fulcral, caracterizador destas operações prende-se com a ulterior diferença no grau de tutela conferido aos investidores. São apenas considerados *Downlisting* quando, na transição de um determinado mercado/segmento de mercado para outro, se se verificar um decréscimo do nível de exigências informativas para as emitentes e, conseqüentemente da tutela dos investidores¹⁵⁵.

O decréscimo da tutela do investidor, resulta do facto desse determinado mercado para o qual transitam, impor um quadro regulatório menos exigente, nomeadamente quanto aos “critérios de dispersão e de capitalização bolsista para efeitos de admissão à negociação, o regime da transparência, com todos os seus deveres de comunicação e de divulgação de informação”¹⁵⁶.

Como se sabe, o dever de divulgação de informação pelas emitentes, além de ser um veículo que protege o regular funcionamento de mercado de capitais, também opera como mecanismo de proteção dos investidores, diminuindo os seus riscos de investimento, permitindo-lhe alocar as suas poupanças de forma racional e ponderada, reforçando a sua confiança no mercado.

Com a passagem para um mercado que seja mais flexível nas suas regras de transparência, e nas exigências informativas, significa uma diminuição no regular fluxo de informação.

¹⁵⁴ Em tom de nota, nos termos dos artigos 45º do CVM e do artº302 do CSC, as ações podem enquadrar-se em categorias diferentes consoante os direitos/privilégios especiais conferidos por cada categoria, aferindo-se consoante o seu “conteúdo substancial ativo”. António Menezes Cordeiro, Código das sociedades comerciais anotado, 5º (Almedina, 2022). e não em relação ao seu momento de emissão. Do mesmo modo, os direitos que cada categoria confere são inerentes às ações e não aos titulares das mesmas. Havendo *delisting* ou *downlisting*, as ações detidas pelos investidores continuam a pertencer à mesma categoria e a proporcionar os mesmos privilégios que essa categoria de ações confere.

¹⁵⁵ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 406.

¹⁵⁶ Gomes, Direito das sociedades cotadas, 580.

Sendo a informação divulgada pelas emitentes, qualitativa e quantitativamente menor à que se regista em mercado regulamentado, os investidores terão à sua disposição menos informações fidedignas sobre a gestão societária da emitente.

Designadamente sobre a sua situação económico-financeira, o seu desempenho, a sua política de investimentos, entre outros, aumentando assim a sua exposição ao risco quanto ao investimento realizado.

O facto de, neste mercado haver menor fornecimento de informação, podendo as emitentes ser mais opacas, influi sobretudo na liquidez e cotação dos respetivos valores mobiliários, levando à depreciação da cotação das suas ações.

Por conseguinte, não há tantos compradores dispostos a adquirir tais valores mobiliários, lesando as suas expectativas quanto aos seus interesses patrimoniais.

Embora as operações de *delisting* sejam mais perniciosas, resultando na exclusão das ações em mercado regulamentado e, portanto, diminuindo quase na totalidade a probabilidade de os acionistas minoritários encontrarem interessados em adquirir suas ações, e a um preço razoável, nos casos de *downlisting*, as ações permanecem em circulação nalgum dos mercados organizados.

Isso possibilita que os acionistas encontrem compradores com mais facilidade e, alienem suas ações a um valor superior, comparadamente, aos casos de *delisting*.

No entanto, isto não significa que os acionistas nestas situações não possam deliberar sobre a efetivação dessa operação, ou que não mereçam proteção jurídica, desvinculando-se da sociedade mediante uma contrapartida justa, quando não queiram submeter-se à vontade maioritária e manterem-se vinculados àquela relação social.

Assim, também o proclama o princípio da tutela do investimento e a sua vertente negativa, enquanto faculdade de desinvestimento, bem como o princípio da igualdade de tratamento dos investidores que, além de instituir que todos os investidores devem ter acesso à informação em igualdade de circunstâncias, também impõe que devem beneficiar dos mesmos mecanismos de tutela conferidos pela ordem jurídica, não havendo lugar a discriminações arbitrárias entre os sócios¹⁵⁷.

¹⁵⁷ Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 66–68; Manuel, Mecanismos de proteção do investidor no mercado de valores mobiliários, 39.

Por conseguinte, aportando o *downlisting* uma exclusão da negociação em mercado regulamentado de ações e, uma vez que, constituindo a ração do regime da exclusão voluntária, a “tutela objetiva da frustração das legítimas expectativas dos investidores quanto à negociabilidade das ações em mercado regulamentado”¹⁵⁸, aos casos *downlisting*, ficando a posição e as expectativas do investidor também afetadas, afirma-se inequivocamente que, merece um mecanismo de saída, como se confere nos casos de *delisting* ou de reestruturações societárias¹⁵⁹.

Para a efetivação do mecanismo de proteção do artº251ºF do CVM, cabe-nos primeiramente analisar o mercado para o qual transitam, de modo a apurar se realmente estamos perante um caso de *listing transfer*, ou se se trata verdadeiramente de um *downlisting*. Tendo que apurar se a transição para o outro mercado confere uma proteção aos investidores em caso de *delisting* equivalente¹⁶⁰. Tratando-se de um caso de *downlisting* deverá ser aplicado o enquadramento normativo da exclusão voluntária. Ocorrendo apenas uma transição para um mercado que ofereça um grau de tutela semelhante, não fará sentido aplicar esse regime¹⁶¹.

Em tom de nota, o *downlisting* (assim como nos casos *delisting*) poderá ser realizado em prol dos benefícios que os acionistas majoritários poderão retirar após a realização da operação, nomeadamente após o anúncio da intenção de *downlisting*, os acionistas vendo-se preocupados com a redução da liquidez dos seus títulos irão ter a tendência de vender as suas participações sociais, fazendo com que a cotação baixe.

¹⁵⁸ Gomes, Direito das sociedades cotadas, 580.

¹⁵⁹ Consoante o tipo de operação societária realizada, o sistema normativo zelará a posição dos lesados congruentemente com os valores jurídicos em causa.

De facto, enquanto nos casos de *delisting/downlisting* tutela-se a posição/estatuto de investidor, contrariamente, quando estamos perante transações *public to private*, o sistema legal tutela a sua posição enquanto sócio de uma sociedade, havendo nestes casos efetivamente uma alteração estrutural societária, gerando efeitos negativos que se repercutem nos direitos de domínio dos sócios gerando uma ingerência negativa no seu estatuto de sócio, sendo protegido pelo direito societário mediante o direito de exoneração. Já ao abrigo do prévio regime da perda de qualidade de sociedade aberta, a proteção conferida derivava da passagem para o regime comum das sociedades anónimas que implicava uma “redução das garantias informativas e de igualdade de tratamento, entre outras, associada à perda do estatuto especial de sociedade aberta”. Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 506.

¹⁶⁰ Entende José Ferreira Gomes, que não se trata de garantir uma tutela totalmente igual, sendo apenas necessário que no mercado de destino o *delisting* tenha como requisitos: a existência de uma deliberação da AG previamente aprovada nesse sentido, por uma maioria próxima dos 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e, complementarmente, um mecanismo de saída dos acionistas dissentes com direito a uma recompensa monetária. Gomes, Direito das sociedades cotadas, 582.

¹⁶¹ Gomes, 579–81.

Desse modo, os maioritários poderão comprar massivamente os referidos títulos, a preço de saldo, até que atinjam as percentagens necessárias para realizarem certas operações societárias, tais como, um *squeeze-out* dos minoritários¹⁶².

Nesta linha, também os investidores poderão ter comportamentos especulativos, e ter a ganhar com a redução da cotação em consequência do *downlisting*, comprando ações a baixo valor. Para, posteriormente, especularem possíveis medidas de reestruturação após a saída do mercado, podendo, no final, caso as suas previsões se verifiquem, assistir ao aumento das cotações das suas ações¹⁶³.

Por último, a suspensão verifica-se quando exista uma interrupção da negociação dos valores mobiliários em mercado regulamentado.

Que pode ter como fundamentos algum dos casos presentes no artº 213/2 do CVM. Caso em que, se forem sanadas, a suspensão cessa e voltam a estar negociáveis em mercado, caso contrário a entidade gestora do mercado pode proceder à exclusão de tais instrumentos nos termos do artº 213/3/b do CVM¹⁶⁴.

5) Exclusão voluntária da negociação em mercado regulamentado no direito mobiliário português:

5.1) Análise ao abrigo do antigo enquadramento jurídico:

5.1.1) Da sua (in)admissibilidade:

Como ponto de partida, mostra-se premente referir que, a nível europeu a entidade supervisora é a ESMA.

Entidade esta que emite recomendações e orientações, para as devidas entidades internas competentes no mercado financeiro europeu, podendo estas últimas optar por transpor para o seu ordenamento jurídico ou não, pois tratando-se de meras “*guidelines*” não têm força de obrigatoriedade¹⁶⁵.

¹⁶² McDermott Will e Emery-Dr Nikolaus von Jacobs, «Taking Advantage of the Consequences of Delisting or Downlisting in Germany», Lexology, 9 de setembro de 2015; Jörg-Markus Hitz, Stephanie Koch, e Florian Moritz, «Downlistings in European Exchange-Regulated Markets: The Role of Enforcement», Journal of Accounting and Public Policy 39, n.º 6 (1 de novembro de 2020): 1.

¹⁶³ Will e Jacobs, «Taking Advantage of the Consequences of Delisting or Downlisting in Germany».

¹⁶⁴ Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 836; Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 139.

¹⁶⁵ Cordeiro, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 55–56.

No panorama financeiro europeu, a Euronext é uma das maiores bolsas de valores, operando nomeadamente em Portugal, através da Euronext Lisbon. Elabora regulamentos que contêm “princípios” gerais, destinados a uniformizar e harmonizar a legislação europeia nestas matérias, contribuindo também, para a concretização da união dos mercados de capitais europeus preconizada pelo plano de ação da comissão.

A nível nacional, os mercados regulamentados autorizados a funcionar são: a Euronext Lisbon; o mercado especial de dívida pública e o mercado de derivados do MIBEL ¹⁶⁶.

De entre os mercados regulamentados mencionados, e no âmbito desta dissertação, a Euronext, no seu regulamento nº1, estatui a faculdade de *delisting* voluntário, porém, nos termos da regra nº 6905/1, tal prerrogativa depende de previsão legal nacional pela CMVM.

Ora, no pretérito enquadramento jurídico, as emitentes que tivessem as suas ações admitidas num mercado regulamentado, não dispunham da possibilidade de voluntariamente cessar com o registo das mesmas perante a entidade gestora do mercado regulamentado.

Era inexistente, na altura, uma positivação normativa, *stricto sensu*, nesse sentido. A única menção legal de exclusão voluntária encontrava-se prevista para o mercado sem cotações, por via do regulamento nº17/2000 da CMVM¹⁶⁷.

Por essa razão, existiam nesse âmbito, divergências doutrinárias quanto à sua admissibilidade no ordenamento jurídico.

Por um lado, tínhamos Paulo Câmara, que defendia uma conceção mais restritiva, alegando a observância do princípio da legalidade quanto ao procedimento de exclusão. No seu entender, sustentava que, prevendo o CVM apenas a exclusão por iniciativa da entidade gestora ou pela CMVM e, a exclusão voluntária apenas se encontrar positivada num regulamento e para um mercado sem cotações, advogava que a não previsão da exclusão voluntária para o mercado regulamentado redundava na sua inadmissibilidade¹⁶⁸.

¹⁶⁶ Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 276.

¹⁶⁷ https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg.2000_17.aspx

¹⁶⁸ Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 837; Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 139.

Apresentando ,como alternativa para a retirada do mercado, dois institutos: a via pela perda da qualidade de sociedade aberta ou então mediante a aquisição potestativa tendente ao domínio total¹⁶⁹.

Contrariamente, Madalena Perestrelo¹⁷⁰ envergava pela sua admissibilidade defendendo que o direito dos valores mobiliários é regulado por direito civil (o silêncio normativo não implica a sua proibição). Alegando ainda que, o artº27/3 do CVM positivava a possibilidade de saída da sociedade, pela via da perda de qualidade de sociedade aberta.

Assim, desde que estivesse assegurada a tutela dos investidores e o funcionamento regular dos mercados, uma emitente poderia voluntariamente rescindir com a admissão dos seus instrumentos financeiros em mercado regulamentado¹⁷¹.

Perfilhamos do entendimento de Madalena Perestrelo, posto que, concordando o facto de não estar positivado não significar que seja proibido, e que o artº213/1 do CVM apenas se reportar à decisão de exclusão (definindo em que termos a exclusão pode ser aprovada pela entidade gestora), dar-nos-ia a entender que, estando assegurados os mecanismos de proteção dos sócios minoritários, tal como se encontrava previsto para a perda de qualidade de sociedade aberta, a emitente poderia voluntariamente iniciar o procedimento de exclusão de ações em mercado regulamentado.

Mais, diz-nos a regra nº 6905/1 (i) vertida no regulamento 1 da euronext que, e consoante a disposição normativa nacional, a emitente pode dirigir à entidade gestora de mercados da Euronext competente, um pedido de exclusão de valores mobiliários aí admitidos a negociação.

Ora, tendo em conta que, este regulamento foi registado e aprovado pela CMVM na sua totalidade, sem que tenha havido contestação quanto à sua legalidade, e que da leitura conjugada do artº 205-A/2 e do artº 209/1/3 do CVM, somos levados a crer que a entidade gestora do mercado regulamentado tem, de facto, o poder de proceder à exclusão da negociação. Posteriormente, essa decisão será comunicada à CMVM, cabendo a esta última, nos termos do artº213/1 do CVM, aferir se tal decisão comporta prejuízos

¹⁶⁹ Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 838; António Pereira Almeida, Sociedades comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados, 7º, vol. 2 (Coimbra editora, 2013), 161.

¹⁷⁰ E também no sentido da sua admissibilidade: Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 139–42; Reis e Silva, «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», 54–56; Pena, Código dos valores mobiliários anotado e comentado, 181.

¹⁷¹ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 476–78; Oliveira, «Going Dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração», 591–92.

significativos aos investidores, e ao regular funcionamento do mercado¹⁷², diferindo ou indeferindo a decisão de exclusão¹⁷³.

Se considerarmos que, a ausência de previsão legal da exclusão voluntária justificava-se por razões de tutela dos acionistas minoritários, pretendendo o legislador manter a estabilidade da negociação, de forma que as emitentes não estivessem constantemente a sair e entrar em negociação, acreditamos que o legislador acabou por desencadear o efeito inverso.

Conforme amplamente reconhecido, a regulação dos valores mobiliários também se pauta pela proteção do acionista minoritário, como evidenciado em institutos paralelos. Era o caso do instituto da perda de qualidade de sociedade aberta, quando era imposto uma deliberação da assembleia geral por uma maioria qualificada e com a imposição da aquisição dos valores mobiliários dos dissidentes¹⁷⁴.

Também podemos observar a tutela dos minoritários, quando uma pessoa singular ou coletiva fique com uma posição de domínio efetivo da sociedade visada, nos termos dos artigos 20º e 187º do CVM.

Nestes casos, em conformidade com o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas e com a imposição legal de lançamento de OPA geral, permite-se, não apenas a partilha do prémio de controlo, mas também um mecanismo de saída para sócios minoritários. Esta constitui a primeira oportunidade de saída dos minoritários caso não queiram ficar aprisionados à sociedade e à nova mudança de controlo.

Caso não pretendessem sair nessa altura, posteriormente também teriam direito a apartar-se, se um acionista lançasse uma OPA geral.

Podendo, nesse momento, decidir alienar as suas participações sociais, ou ainda se na sequência dessa OPA geral fosse atingido o limiar de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e, 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta e o acionista exerce-se o seu direito potestativo de aquisição das ações remanescentes.

¹⁷² O mesmo sucedia com perda de qualidade de sociedade aberta que se efetivava com uma decisão favorável da CMVM nos termos do artº29/1 do CVM.

¹⁷³ Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 140.

¹⁷⁴ Tal como reconhecido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, no processo nº 8923/18.4T8LSB.L1-1, no ponto X do sumário, disponível em <https://www.dgsi.pt/jtr1.nsf/33182fc732316039802565fa00497eec/e0b796fea5a2fdb8802584dc0038e428?OpenDocument>

Neste sentido, acreditamos que, a omissão do legislador nestes casos, em vez de tutelar os sócios minoritários acaba por gerar o efeito contrário, ficando estes desprotegidos e aprisionados à sociedade e, à vontade do socio maioritário.

A discrepância existente entre a previsão de normas protetoras para um instituto jurídico e, a ausência de normas semelhantes para um instituto paralelo, que resulta também na exclusão da cotação, é fonte de incongruências e insegurança jurídica.

Apesar de não ter havido, *stricto sensu*, um mecanismo de proteção e de saída dos sócios dissidentes (previsto para estes casos), cremos que, nessas situações, e alicerçando-nos na aplicação analógica do regime da perda de qualidade de sociedade aberta quando compatível, e à luz do princípio da igualdade dos investidores, a sua tutela poderia ser assegurada em primeira instância com a exigência de uma deliberação em AG, nos moldes previstos no prévio artº27/1/b do CVM.

Concomitantemente, os mecanismos de saída dos dissidentes poderiam ser assegurados mediante: a constituição de uma obrigação de aquisição dos valores mobiliários dos dissidentes na esfera do acionista maioritário, da emitente, ou por alguém indicado pela emitente. E na qual, o valor oferecido seria passível de ser controlado/contestado judicialmente.

Outra solução prender-se-ia com a uma previsão estatutária, com a atribuição da possibilidade dos dissidentes alienarem as suas participações antes de estas serem excluídas do mercado regulamentado, para que não sofressem uma desvalorização com a realização da operação e, se permitisse aos acionistas concretizarem o seu investimento.

No mesmo sentido, apelaríamos ao princípio da igualdade de investidores, enquanto um dos pilares basilares do direito dos valores mobiliários.

Este princípio assegura um tratamento equitativo a todos os investidores, tanto em termos de acesso à informação, quanto no que se refere à sua proteção.

Considerando que já existiam mecanismos de proteção para os acionistas dissidentes em caso de perda de qualidade aberta (na qual a posição de investidor, no desfecho final se afigurava semelhante ao que resultaria de uma operação *delisting* voluntário), não veríamos impedimentos para estender tais instrumentos de proteção para legitimar estas últimas operações, reclamando o mesmo nível de proteção jurídica.

Em última análise, cremos que seria desnecessário e consideravelmente lesivo, tanto à emitente quanto aos acionistas, compeli-los a requerer a perda de qualidade sociedade aberta, ou optarem por enveredar por uma reestruturação societária para retraírem-se do mercado precedentemente mencionado.

Ambas as operações prejudicam os sócios minoritários.

Por um lado, e como Manuel da Frada e Diogo Costa Gonçalves¹⁷⁵ afirmam, o próprio regime da sociedade aberta visa tutelar os acionistas, retirando o estatuto de sociedade aberta (ficando a sociedade apenas sujeita ao regime comum da sociedade anónima), os acionistas perderiam os seus “interesses legalmente protegidos”¹⁷⁶ e, como se observava no já revogado artº29 do CVM, tal procedimento implicava a exclusão de todos os valores mobiliários do mercado regulamentado e um impedimento de readmissão no mesmo pelo prazo de um ano.

Por outro lado, nos casos de *delisting*, tal não precisa necessariamente de acontecer, podendo a emitente e os acionistas, não só, continuarem a prevalecer-se dos benefícios decorrentes daquele estatuto, como poder-se-iam manter certas categorias de valores mobiliários em negociação, no antedito mercado (*delisting* parcial), não lesando totalmente a realização dos seus interesses patrimoniais em mercado regulamentado.

No caso das reestruturações, estas seriam mais prejudiciais para os acionistas que o *delisting*, porquanto, de grosso modo, implicam uma mudança na estrutura acionista e no poder de controlo.

Podendo inclusive, em certas operações como nas fusões, os sócios depararem-se com a diluição da sua posição de sócio, mormente com a diminuição da sua influência no seio societário, em virtude de haver um maior número de acionistas. Ficando as suas participações sociais, menores ou menos influentes, consoante o tipo de fusão realizada¹⁷⁷.

Acrescenta-se que, em certas modalidades da fusão e cisão, o ato de admissão a negociação caduca, implicando assim, além da mudança da estrutura acionista, a que se revogue a admissão a negociação.

¹⁷⁵ Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 59.

¹⁷⁶ Frada e Gonçalves, 59.

¹⁷⁷ Sandra Cristina Ferreira Borba, «A tutela dos acionistas nas fusões- as sociedades abertas em especial» (2009), 81–83.

5.1.2) A exclusão da cotação através da perda de qualidade de sociedade aberta:

A primeira alternativa, disponível para obter a exclusão da negociação em mercado regulamentado, operava mediante o requerimento da perda de qualidade sociedade aberta, cujo regime constava dos, agora revogados artigos nº 27 a 29º do CVM.

Era um mecanismo que não funcionava automaticamente, como na aquisição dessa qualidade, sendo necessário verificarem-se certas condições para requerer a perda dessa qualidade à CMVM.

Além disso, após a perda da qualidade em questão, nada impedia a requalificação da mesma.

Discutimos um instituto, cujo fundamento residia na expressão de uma voz coletiva majoritária, ou no controlo, quase absoluto, por parte de um acionista dominante, os quais manifestavam a intenção de renunciar a essa qualidade¹⁷⁸.

5.1.2.1) Perda da qualidade sociedade aberta na sequência de OPA:

O primeiro cenário que viabilizava a perda era a existência de um domínio quase total da sociedade.

Neste caso, quando um oferente, na sequência de uma OPA¹⁷⁹, adquirisse mais de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, tanto o acionista como a sociedade, poderiam requerer à CMVM a perda da referida qualidade.

Vale ressaltar, que não se tratava aqui de uma OPA obrigatória (conforme descrita no artº187 do CVM), mas sim de uma oferta voluntária. No entanto, nada “impede que a ultrapassagem de 90% do capital social (...) resulte de uma OPA obrigatória”^{180 181}.

Ao analisarmos esta primeira via, observamos imediatamente que esta não estipulava explicitamente um mecanismo de saída para os sócios, que lhes permitisse a aquisição de seus valores mobiliários, como seria possível em caso de perda dessa qualidade, por deliberação em AG como verificávamos no artº27/1/b/3 do CVM.

Essa ausência de previsão decorria do entendimento do legislador de que a sua proteção já teria sido garantida em virtude da OPA.

¹⁷⁸ Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 144.

¹⁷⁹ Que poderia ter sido uma OPA parcial, não necessitando necessariamente de ser geral como no regime da aquisição potestativa. Além disso, é importante mencionar que para a aplicação desta alínea, não são consideradas as ações adquiridas após o apuramento da OPA e através da qual venha a atingir o limiar dos 90%.

¹⁸⁰ Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 64.

¹⁸¹ Ferreira, 53–68.

No entanto, este preceito não acautelava as situações em que os acionistas minoritários decidiram não alienar as suas ações em sede da OPA precedente, acreditando que o maioritário conseguisse exercer o seu direito de aquisição potestativa.

Ao não alcançar os requisitos necessários, o acionista maioritário acabava por utilizar esta alínea para retirar a sociedade do mercado regulamentado e, postumamente, alcançar o domínio total por meio de um regime societário mais flexível¹⁸².

Foi com a transposição da Diretiva nº 2004/25/CE¹⁸³, na qual o legislador introduziu o segundo requisito para a aquisição potestativa sem harmonização com esta alínea (artº27/1/a), que os acionistas dissidentes passaram a ficar desprotegidos.

Antes da transposição deste requisito adicional, se o oferente, após o lançamento de uma OPA, atingisse 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e decidisse requerer a perda da qualidade de sociedade aberta ao abrigo do artº27/1/a, mesmo que não exercendo seu direito potestativo, os acionistas minoritários estariam sempre tutelados, pois poderiam alienar as suas ações unilateralmente, evitando assim a frustração das suas expectativas¹⁸⁴.

Por conseguinte, todas as alíneas do artº27/1 do CVM confeririam, mesmo que indiretamente, um direito de alienação potestativa aos dissidentes.

Após a transposição da Diretiva, os minoritários ficavam à mercê de a CMVM exigir¹⁸⁵ para diferir a referida perda, que o *blockholder* concedesse uma contrapartida calculada de acordo com o artº188 do CVM ou com base no artº490/2 do CSC.

Desta forma, caso o sócio dominante opte por calcular nos termos do artº188 do CVM, os minoritários receberão um nível equivalente de proteção ao exigido pelo artº27/1/b do CVM.

Consideramos que, o cálculo nestes moldes seria o mais favorável para os minoritários, pois a contrapartida não é calculada com base no valor económico das ações, ou seja, em função do valor patrimonial da sociedade.

¹⁸² O regime societário nesta matéria, revela uma maior flexibilidade não só devido à dispensa da dupla fasquia, como também por fazer referência ao capital social em vez dos direitos de voto.

Por acréscimo, acreditamos que o regime constante do CSC não proporciona um nível adequado de proteção aos sócios minoritários dado não requerer o lançamento prévio de uma OPA, resultando consequentemente na ausência da partilha do prémio de controlo e na falta de igualdade entre os sócios, como seria garantida sob a legislação mobiliária.

¹⁸³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025> (Diretiva das OPAS).

¹⁸⁴ Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 81–83.

¹⁸⁵ Devido à intenção de proceder à perda de qualidade aberta não constar do prospeto de OPA previamente realizada artº138/1/G do CVM.

Mas calculada, em função do seu valor de mercado ficando protegidos de possíveis quebras valorativas após tomada de controlo, beneficiando do valor mais alto praticado em mercado nos seis meses anteriores.

Assim sendo, insere-se dentro da própria dinâmica e avaliação do mercado, que terá em conta dados históricos e projeções futuras, que cremos ser mais objetivo a avaliar as ações, do que estar sujeito ao juízo realizado por um ROC/auditor que é mais permeável a desvios¹⁸⁶.

Se, a contrapartida for calculada com base na lei societária, ela poderá ser menos favorável aos minoritários, pois está sujeita a uma avaliação independente pelo ROC e pode consistir em dinheiro, ações ou obrigações, não sendo baseada em critérios objetivos fixos.

Levantaram-se divergências doutrinárias quanto ao cálculo da contrapartida.

Efetivamente, alguns autores defendem que deve ser calculada com base no valor patrimonial da empresa, como Pedro Pais de Vasconcelos¹⁸⁷; outros argumentam pelo cálculo com base no princípio-regra do valor real, como Coutinho de Abreu¹⁸⁸; e, há também, quem defenda o cálculo com base no valor legal e valor estatutário, como Evaristo Mendes¹⁸⁹.

Em qualquer um dos casos, não só, não há um critério fixo e objetivo estabelecido, como também não será propriamente fácil de calcular dada a complexidade envolvida.

Leva assim, à necessidade de contratação de profissionais para essa tarefa, resultando em custos e dispêndio de tempo.

Além do mais, também não existe um consenso quanto ao momento ao qual essa avaliação se deve reportar, uma vez que o próprio artº490 é omissivo nessa questão.

Neste sentido preconizam certos autores, como Ana Perestrelo de Oliveira, que esta deveria ser calculada no momento da própria deliberação¹⁹⁰.

¹⁸⁶ Vasconcelos, *A participação social nas sociedades comerciais*, 247; Santos, «Aquisição tendente ao domínio total de sociedades abertas», 76–77.

¹⁸⁷ Vasconcelos, *A participação social nas sociedades comerciais*, 245.

¹⁸⁸ Jorge Manuel Coutinho de Abreu, «Retalhos (jurídicos) sem cosedura» 22, n.º 11 (2019): 22. Entendendo o autor que se deve aplicar o artº 105/2 do CSC que remete para o artº1021 do CC, ou seja, a justa contrapartida será calculada com base no *book value*.

¹⁸⁹ Evaristo Mendes, «Aquisições potestativas no artigo 490 do CSC após a reforma de 2006 e procedimento justo», *V congresso Direito das sociedades em revista*, 2018, 378.

¹⁹⁰ *Código das sociedades comerciais em comentário*, 2º, vol. VII (artigos 481º a 545), nº7 (Almedina, 2021).

No entanto, em qualquer um destes cenários, caso o minoritário considere a proposta insatisfatória, tem o direito potestativo de alienar as suas participações sociais, requerendo ao tribunal que as declare como adquiridas pela sociedade, desde o momento da propositura da ação, e que fixe o valor que a sociedade deve pagar, conforme estipulado pelo artº 490/6 do CSC.

No âmbito da proteção dos minoritários e da determinação da contrapartida, o artº 27 do CVM revelava uma desigualdade no tratamento dos acionistas minoritários. Neste sentido, somente mediante deliberação em AG, artº27/1/b, é que os acionistas dissidentes recebiam uma contrapartida justa que seria calculada conforme o artº188 do CVM.

Na situação descrita na alínea a), quando um acionista maioritário requeria a perda da qualidade de sociedade aberta e posteriormente perscrutava adquirir o controlo total com a aquisição potestativa, a contrapartida era calculada com base na legislação societária, mais especificamente com base no artº 490/2/6 CSC.

Que como vimos, é menos favorável.

Por outro lado, no caso da alínea c), não havia sequer uma previsão para a atribuição de uma contrapartida, e esta não era oferecida aquando do *delisting* forçado associado a essa disposição¹⁹¹.

Ademais, tendo em conta que a OPA (mencionada nesta disposição), não se trata de uma OPA geral, podendo tratar-se de uma OPA parcial, significa que nem todos os acionistas teriam uma igualdade de tratamento, violando o princípio da igualdade tratamento dos acionistas que determina, que a oferta seja lançada a todos os acionistas da sociedade, e que seja conferida em circunstâncias iguais (só podendo o valor oferecido ser diferente, quando as ações pertençam a categorias diferentes) ¹⁹².

Além disso, caso fosse atingido os 90% dos direitos de voto através do dever de lançamento (OPA obrigatória), os minoritários estariam protegidos ao abrigo do artº188 do CVM.

Não referindo esta disposição se a ultrapassagem desse patamar tem de ser através desse tipo de OPA, ou se através de uma OPA voluntária, poderíamos inferir que também seria possível atingir o limiar de 90% por meio de uma OPA voluntária.

¹⁹¹ Gustavo de Sousa Botelho, O direito de exoneração do acionista minoritário- A saída da sociedade cotada após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas (Almedina, 2014), 58.

¹⁹² Gustavo de Sousa Botelho, O direito de exoneração do acionista minoritário- A saída da sociedade cotada após a transferência de controlo como manifestação do princípio da igualdade entre acionistas (Almedina, 2014), 71.

Considerando que o oferente possui discricionariedade no cálculo da contrapartida ao abrigo de OPA voluntária (caso a perda da qualidade de sociedade aberta fosse requerida por meio deste último tipo de OPA), os acionistas minoritários poderiam receber um preço por ação possivelmente inferior¹⁹³ ao que receberiam numa OPA obrigatória.

Esta ação poderia colocar em causa o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, pois situações equivalentes devem receber proteção jurídica equivalente.

Como última observação, faz-se mister referir que, mesmo que o oferente através da OPA precedente alcance o controlo absoluto da sociedade, ou seja, atingindo, de uma vez, os 100% do capital social, a perda da qualidade de sociedade aberta, não opera automaticamente, tendo o oferente que a requerer na mesma, através do artº27/1/a do CVM¹⁹⁴.

5.1.2.2) Perda de qualidade sociedade aberta mediante deliberação em assembleia geral:

A segunda situação, em que poderia ser requerida a perda da referida qualidade, aponta-se aos casos em que essa perda fosse deliberada, e aprovada em AG por mais de 90% do capital social, em assembleias dos titulares de ações especiais e de outros valores mobiliários, que confirmam direito à subscrição ou aquisição de ações, por uma maioria também não inferior a 90% dos valores mobiliários em causa, conforme encontrávamos presente no artº27/1/b do CVM.

Cumulativamente, a sociedade teria que indicar um acionista, que de livre vontade, se obrigasse a adquirir os valores mobiliários dos dissidentes artº27/3/A CVM, instituindo assim um direito de aquisição potestativa.

Esta, tratava-se da opção que o legislador via como forma padrão, pois tratando-se de situações que afetam a posição de sócio, tem de estar sujeita a deliberação em AG. Além disso, esta deliberação poderia ser controlada judicialmente.

¹⁹³ Por via de regra, um oferente que pretenda alcançar o controlo total de uma emitente por via de OPA, seja obrigatória ou voluntária, está disposto a oferecer um preço relativamente superior ao seu valor respetivo em mercado.

No entanto, nada impede que este ofereça uma contrapartida por um preço inferior à cotação daquela categoria de ações naquele momento em mercado.

O que, no caso da OPA obrigatória, dependendo dos valores em causa, poderá colidir com os limites imperativos constantes do artº188 do CVM, seja a ter em conta o valor médio ponderado, seja com a aplicação do maior preço pago pelo oferente. Hugo Moredo Santos, *Transparência, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto* (Coimbra editora, 2011), 304.

¹⁹⁴ Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 861.

Caso, após decisão favorável da CMVM e o acionista que se obrigou a adquirir as ações remanescentes, não o faça ou a contrapartida oferecida for considerada insuficiente, os minoritários apesar de não terem direito à alienação potestativa, podem contestar a deliberação da AG, pedindo a sua anulação por violação dos artº 58/1/a e 59/2º do CSC¹⁹⁵.

5.1.2.3) Perda de qualidade sociedade aberta por decurso de um ano após exclusão da negociação:

O último quesito a ser considerado, era o decurso do prazo de um ano após a exclusão da negociação das ações no mercado regulamentado.

Tratava-se de uma instituída pela falta dispersão do capital social pelo público, conforme patente no prévio artº27/1/c do CVM.

Este quesito também recebeu diversas críticas e com razão, devido às inconsistências e à desvirtuação do próprio fundamento do instituto.

Ora, a partir da leitura do artº13/1/d do CVM, uma sociedade qualificava-se como uma sociedade aberta, quando tivesse alienado ações através de uma oferta pública de venda, ou de troca numa quantidade superior a 10 % do capital social.

Diz-nos também, o artº229 do CVM, que podem ser admitidas a negociação em mercado de cotação oficial, as ações que apresentem um grau adequado de dispersão que, segundo o nº2 do referido artigo, presume-se existir quando essas ações estejam dispersas pelo público numa proporção de pelo menos 25% do capital social subscrito representado por essa categoria de ações.

Não se verificando esse requisito, a entidade gestora recusará a admissão a negociação desses valores mobiliários (artº235 /1/a do CVM).

Mais, segundo o artº213/3/a do CVM, a Euronext deve excluir da negociação (*delisting* forçado) instrumentos financeiros, quando deixem de se verificar em relação a eles os requisitos de admissão, como será a falta de dispersão de ações pelo público, de forma que se proteja a integridade e eficiência do mercado.

¹⁹⁵ António Pereira Almeida, «Liber Amicorum- Aquisição potestativa versus alienação potestativa», 2023, 9.

Como mencionámos previamente, a justificação da desproteção dos sócios minoritários com a realização destas operações, é fundamentada na existência de uma situação de domínio qualificado, tornando obsoleto a manutenção dos sócios minoritários na sociedade,¹⁹⁶.

Tendo o legislador associado existir uma situação de domínio quase absoluto, quando alguém atinja 90% dos direitos de voto, ou, seja deliberada numa AG a intenção de abrogar a qualidade de sociedade aberta por 90% do capital social.

Por outras palavras, uma situação de domínio quase absoluto é aferida em relação a uma rácio de 90%.

Ora, tendo em conta as fasquias de 90% exigidas para qualificar a existência de uma situação de domínio quase absoluto, não faz sentido para operar a perda desta qualidade fundada na exclusão da negociação, que essa exclusão opere quando haja uma dispersão do capital social inferior a 25%.

Mencionando este instituto sempre uma fasquia de 90% para a perda desta qualidade, ou seja, existindo ainda 10% do capital social disperso pelo público, leva-nos a considerar que a exclusão de negociação que possa fundamentar a perda desta qualidade, tem de derivar de dispersão do capital social igual ou inferior a 10% ¹⁹⁷.

Se adquire essa qualidade com 10%, deveria perder a referida qualidade quando não houvesse pelo menos 10% dispersos pelo público. Aliás, de acordo com as regras harmonizadas da Euronext¹⁹⁸, só não haverá uma dispersão adequada quando esta seja inferior a 5% nos termos da regra nº 6302/1 (ii).

Além disso, era uma opção incongruente relativamente às restantes alíneas deste artigo, uma vez que bastaria apenas a detenção de 75% do capital social e o decurso de um ano para poder perder esta qualidade.

Enquanto nas outras opções seria necessário que o maioritário não só tivesse que lançar uma OPA, como também, que alcançasse mais de 90% dos direitos de voto ou que fosse aprovado em AG com o limiar de 90% do capital social para obter o mesmo resultado¹⁹⁹.

Consequentemente já não haveria o incentivo ao lançamento de OPAS, e assim não se permitiria que o mercado de capitais fosse dinâmico e competitivo.

¹⁹⁶ Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 144.

¹⁹⁷ Ferreira, 147.

¹⁹⁸ <https://www.euronext.com/pt/regulamento/mercados-regulamentados>

¹⁹⁹ Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 144-45.

Além das considerações já expostas, o cenário para os acionistas minoritários seria altamente preocupante.

O artº 27 do CVM, para estes casos, não estatuiu nenhuma disposição que protegesse os sócios minoritários no que diz respeito à aquisição das suas participações sociais (como observávamos nas restantes alíneas, mesmo que de forma indireta), como por exemplo, através de uma alienação potestativa na sequência de OPA conforme o artº27/1/a do CVM.

Com uma concentração da estrutura acionista de 76% ou mais, e considerando que a dispersão do capital social no mínimo de 25% é uma condição para se manter em negociação, ocorreria um *delisting* forçado nos termos do artº 213/3/a do CVM. Artigo que também não prevê qualquer proteção para os acionistas nessas situações.

Além disso, o sócio maioritário não teria oportunidade de exercer a aquisição potestativa, deixando os minoritários desprotegidos e com participações difíceis de alienar, dado que já não estavam mais em circulação em mercado regulamentado.

Concordamos com Requicha Ferreira, Madalena Perestrelo e Conceição Aguiar no facto de que, o limiar exigido para que haja perda desta qualidade fundada na exclusão da negociação, teria de ser referente a uma dispersão do capital social igual ou inferior a 10%, de forma que houvesse uma coerência relativamente às restantes alíneas, e fosse de encontro com o mínimo de dispersão exigido para a aquisição desta qualidade, conforme o artº13/1/de do CVM²⁰⁰.

5.1.3) A exclusão da cotação mediante a aquisição tendente ao domínio total:

Este instituto apresenta-se como um mecanismo unilateral de concentração societária, tendo como objetivo alcançar o domínio total sobre uma sociedade, de forma que deixe de haver uma pluralidade acionista, e haja apenas um único sócio nessa sociedade.

Trata-se de um direito potestativo, e não de um dever, na posse de quem já detém um domínio qualificado sobre a sociedade.

²⁰⁰ Ferreira, 146; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 483; Conceição Aguiar, «SOBRE A PERDA DA QUALIDADE DE SOCIEDADE ABERTA», sem data, 88–89.

Emergindo na sequência de uma aquisição de um largo número de ações através de OPA, na qual, o sócio dominante, forçosamente adquire os restantes valores mobiliários pertencentes aos sócios minoritários. É a figura jurídica homóloga aos *freeze-out's* praticados nos EUA.

Vários são os motivos e benefícios²⁰¹ que levam a que um sócio dominante lance mão deste instituto, cruzando-se também, com os motivos mencionados a respeito das transações PTP e para o *delisting*.

A nosso ver, os escopos que consideramos mais vitais para o *blockholder*, prendem-se com o facto de, assim, poder eliminar minorias de bloqueio, que iriam conflitar com os seus interesses e objetivos societários.

Desse modo, concentrava em si todo o poder decisório, exonerava-se de partilhar com os demais acionistas dividendos e informações, conseguindo conseqüentemente, retirar a emitente da negociação em mercado regulamentado.

Ao abrigo do prévio regime jurídico, este instituto apresentava dois pressupostos: em primeiro lugar, exigia-se que tivesse havido previamente o lançamento de uma OPA geral e universal²⁰².

Em segundo lugar, exigia-se que em razão da referida OPA, que alguém, diretamente ou por imputação nos termos do artº20 CVM, ultrapassasse cumulativamente 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta artº194 do CVM.

De notar que, havendo várias categorias de ações, a ultrapassagem dessas fasquias faz-se em referência a todas as categorias que representem o capital social, não bastando a ultrapassagem em apenas uma dessas categorias existentes²⁰³.

²⁰¹ No que respeita aos benefícios poderemos encontrar alguns deles explicitados no relatório apresentado pelo The High Level Group Of Company Law Experts On Issues Related To Takeover Bids,. Jaap W. Winter et al., «Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union», SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY, 10 de janeiro de 2002), 60–61.

²⁰² A ratio legis para necessidade de uma OPA geral, ao contrário do que foi demonstrado no artº27/1/a do CVM, estava relacionada com o facto de se tratar de direitos potestativos que podem ser exercidos de forma unilateral.

Ademais, a justificação para a exigência de uma OPA prévia está associada à legitimação da mudança qualitativa do estatuto da emitente, passando de uma sociedade aberta para uma sociedade fechada.

Esse argumento permanece válido mesmo após a revisão do CVM pela Lei nº 99-A/2021, pois a sociedade passa de uma sociedade emitente "cotada" para ser uma sociedade anónima simples "fechada".

Sendo ainda uma forma de os sócios darem "permissão" a uma possível "aquisição forçada". Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 843; 860.

²⁰³ Câmara, 857.

Este duplo limite resulta da transposição do artº15/2/b da Diretiva das OPAS, especialmente a fasquia dos 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta, requisito que se apresentava como uma novidade face à redação inicial e que não tem paralelo na lei societária nos termos do artº490 do CSC.

O facto de no CSC se referir a 90% do capital social, ao contrário de 90% de direitos de voto, significa que o exercício do direito potestativo (ao abrigo da lei societária) é mais fácil, pois também entram em conta as ações sem direito de voto.

Ao contrário da lei mobiliária, em que só entram para o cálculo ações que confirmam direito de voto, apesar de não precisarem de ser só ações que pertençam ao sócio dominante, entrando também para o cômputo os votos que nos termos do artº20 do CVM também lhe sejam indiretamente imputáveis.

Preconizava assim, uma maior exigência quanto às sociedades abertas do que relativamente às sociedades fechadas, complicando a obtenção do domínio total pela difícil concretização da dupla fasquia.

Prejudicava assim, os sócios minoritários, que não conseguiam prevalecer-se do seu direito à alienação potestativa, acabando por ficar reféns da sociedade, pois não havia nada normativamente positivado, que acautelasse os minoritários nesses casos específicos, ou, em última instância, levava a um *delisting* forçado por não se verificar o mínimo de dispersão do capital social pelo público, ficando também neste caso amparados²⁰⁴.

Mesmo que o sócio dominante, venha posteriormente mediante outras aquisições, conseguir alcançar esse duplo requisito, uma vez que esses requisitos não foram obtidos na sequência de uma OPA, apesar de este não estar obrigado a lançar uma nova OPA nos termos do artº189/1/a do CVM, não poderá lançar mão do instituto da aquisição potestativa.

Neste contexto, a medida mais adequada para tutelar os minoritários e retirar a emitente da negociação, seria o *blockholder* requerer a perda da qualidade de sociedade aberta.

²⁰⁴ A empresa Tagus após lançar uma OPA contra a sociedade Brisa, não atingiu o duplo limite, consequentemente, requereu sob o artº27/1/a CVM, a perda da qualidade de sociedade aberta. Não constando essa intenção no prospeto da OPA, gerou-se preocupações quanto à proteção dos minoritários, tendo a CMVM entendido que daria aval à operação se esta garantisse um mecanismo de saída aos minoritários. A sociedade acabou por lhes conceder uma contrapartida calculada nos termos do artº490/2 do CSC. Casos semelhantes também se verificaram com a empresa Cimpor e o grupo Camargo Corrêa, bem como com a Sonae e a Efanor.

Caso o *blockholder* também almeje o domínio total da sociedade, poderá, posteriormente, optar pela aquisição tendente ao domínio total prevista na lei societária.

Se a CMVM não deferisse o pedido de perda de qualidade, nomeadamente por essa intenção não constar do prospeto de OPA, aos minoritários não lhes restava outra solução senão alienar as participações no mercado, sem liquidez, ou realizar uma oferta particular.

No caso do *blockholder*, este poderia lançar uma nova OPA passados 12 meses, exceto se, a supervisora entender que por motivos atinentes à proteção da sociedade visada ou dos destinatários da oferta, que não se aplica o prazo estabelecido no artº186 do CVM.

Por outro lado, nos termos do artº196 do CVM, caso o sócio maioritário ultrapasse o duplo requisito e não exerça o seu direito potestativo, os minoritários podem prevalecer-se da alienação potestativa, dirigindo por escrito um convite ao sócio maioritário para adquirir os respetivos valores mobiliários.

Caso este, não faça uma proposta de aquisição dos mesmos ou a mesma não for satisfatória, os minoritários podem, ainda assim, aliená-las mediante uma declaração à CMVM.

Cumprе mencionar que, no contexto da alienação potestativa, e dependendo da quantidade de acionistas que recorram a este direito, o exercício do mesmo por parte dos sócios remanescentes, não implica necessariamente uma exclusão de mercado, ao contrário do que ocorre com a aquisição potestativa, cujo exercício pode culminar na exclusão das ações da negociação²⁰⁵.

No que concerne ao cálculo da contrapartida associada a este instituto, conforme estipulado pelo artº194/1 do CVM, ao abrigo da prévia disposição, esta devia observar o disposto no artº188 do CVM, em contraste com a OPA precedente, que fundamenta o recurso a este instituto, evidenciando assim a importância dada à proteção dos minoritários pela natureza coercitiva do exercício deste direito.

A revisão do CVM permitiu uma simplificação do regime das OPAS, em particular, o regime da aquisição tendente ao domínio total, eliminando o condicionante segundo requisito, e facilitando que o sócio dominante recorra a ela após a OPA, diminuindo os casos de frustração de recurso à alienação e aquisição potestativa.

²⁰⁵ Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 852.

Protege não somente os minoritários, mas também o *blockholder* e o interesse da sociedade. Desta forma, alinha-se com o que é praticado noutros ordenamentos jurídicos europeus, eliminando constrangimentos que desvirtuam o funcionamento do mercado de capitais ao colocar obstáculos.

Ademais, também o cálculo da contrapartida foi alvo de alterações (este instituto já não remete para o artº188 do CVM), tendo autonomizado os seus critérios na própria norma, passando a constar o seu cálculo no artº194/2 do CVM.

Estipulando, agora uma contrapartida mínima (aquela oferecida ao abrigo da OPA precedente), ou, se for mais elevado, o maior preço pago pelo oferente ou pelas pessoas que, nos termos do artº20/1 do CVM estejam com ele relacionados ou ainda o valor que o oferente ou as pessoas as quais se refere o artº20/1 do CVM se obrigaram a pagar.

Nota-se assim, um regime mais protetor dos minoritários, concedendo-lhes mais possibilidades de obter uma compensação maior, sobretudo com a introdução do último critério mencionado (relativamente à existência de um acordo para aquisição), que serve para corrigir a prévia redação do artº188/1/a, na qual se entendia que a aplicação do maior preço pago era só relativamente às ações que pertenciam à mesma categoria, não tendo entrado neste critério os acordos particulares entre o adquirente e alienante (que eram tidos como não equitativos ao abrigo do artº188/3/a do CVM), contribuindo para o tratamento igualitário dos acionistas remanescentes (recebem, igualmente, o mesmo preço) ²⁰⁶.

Em tom de nota, e ainda a propósito da tutela dos minoritários, estes dispõem de um direito de saída homólogo ao direito de exoneração, mediante a venda das suas participações ao sócio dominante, um direito à alienação potestativa, cessando assim o seu vínculo à sociedade e evitando possíveis posteriores abusos pelo sócio dominante.

Dado que, o conjunto percentual das ações remanescentes (se inferior a 10%) é insignificante, e tido como uma posição morta para tomada de decisões²⁰⁷ ficando estes à mercê das decisões do *blockholder*.

²⁰⁶ Frederico José Fernandes Ferreira Sousa e Silva, «Ofertas públicas de aquisição obrigatórias: uma análise às alterações introduzidas pela lei n.º 99-a/2021, de 31 de dezembro» (masterThesis, 2022), 36; André Alfar Rodrigues, Código dos valores mobiliários anotado e comentado, 2º (AAF DL, 2022).

²⁰⁷ No entanto, segundo Pedro Pais de Vasconcelos não é incomum encontrar em grandes sociedades anónimas casos nas quais, apesar da elevada dispersão do capital social, acionistas com participações sociais diminutas assumem cargos de direção.

Além disso, os acionistas minoritários quando incentivados por um interesse comum, podem desempenhar um papel significativo na formação de maiorias, especialmente em situações em que estejam em jogo decisões contrárias aos seus interesses. Vasconcelos, A participação social nas sociedades comerciais, 244; António Menezes Cordeiro, «Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total (artigo 490.º, nº3, do Código das Sociedades Comerciais)», Boletim do ministério da justiça, n.º 480 (1999): 25.

Contudo, tratando-se de um direito que lhes é exercido coercivamente, várias foram as vezes que foi pugnada a sua inconstitucionalidade²⁰⁸, por violação do direito de propriedade, à liberdade de iniciativa económica, à igualdade e do princípio da proporcionalidade.

Da nossa parte, não cremos que exista uma violação de tais direitos, não se verificando uma expropriação da sua propriedade.

No máximo, poderá dizer-se que há uma perda ou transferência do direito de propriedade.

Visto que, o direito de propriedade também se estende à propriedade corporativa, entendendo-se esta, como a titularidade de uma participação social. Esta propriedade corporativa não confere um direito a manter a qualidade de sócio, mas apenas eficácia absoluta no plano externo contra terceiros. No plano interno, estará sempre sujeita à vontade maioritária e ao poder potestativo da organização societária que por sua vez, também goza do direito à livre iniciativa privada económica artº61 da CRP, tendo-se que articular e compatibilizar com este direito, que tem idêntica garantia constitucional artº18/2 CRP²⁰⁹.

Por outro lado, sendo este um direito cujo conteúdo contende um valor patrimonial, esta vertente não lhes é afetada, visto que recebem uma contrapartida justa e igualitária, calculada nos termos do artº188 ex vi artº194/1 e 197º do CVM. Há assim, nas palavras de António Menezes Cordeiro²¹⁰, uma “conversão patrimonial”, na qual as suas participações sociais são convertidas em dinheiro, ações ou obrigações, que “garantem (...) o valor detido pelos sócios”²¹¹.

²⁰⁸ Embora a questão da inconstitucionalidade tenha sido levantada a propósito do artº 490/3 do CSC, esta questão é relevante porque trata-se do mesmo instituto e implica o mesmo desfecho final.

Contudo são operações inseridas em contextos distintos. A primeira insere-se no grupo de sociedades e aplica-se às sociedades não cotadas, enquanto a segunda, a do CVM, aplica-se apenas às sociedades cotadas. Acreditamos que as mesmas questões de tutela se apresentam em relação às sociedades cotadas.

²⁰⁹ José Engrácia Antunes, Estudos em comemoração dos cinco anos (1995-2000) da faculdade de direito da universidade do porto- O artigo 490º do CSC e a Lei Fundamental- «Propriedade corporativa», Propriedade Privada, Igualdade de Tratamento (Coimbra editora, 2001), 239-48.

²¹⁰ Cordeiro, «Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total (artigo 490.º, nº3, do Código das Sociedades Comerciais)», 26.

²¹¹ Cordeiro, 27.

Neste contexto, ao postular o cálculo da contrapartida ao abrigo do cálculo da OPA obrigatória, observamos a correlação existente com a salvaguarda dos interesses dos minoritários nas situações de aquisição de posições de controlo²¹², o que pode ser corroborado pelos artigos 188º e 197º CVM, que sustentam o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas.

Portanto, não há uma violação do princípio da igualdade.

Em primeiro lugar, porque o preço atribuído a cada ação será uniforme para todos os acionistas²¹³, consoante as respetivas categorias.

E, em segundo lugar, também não se verifica a violação do já referido princípio, pois enquanto o direito potestativo de aquisição é atribuído para que o sócio dominante não fique impossibilitado de levar acabo a sua estratégia societária pelos sócios minoritários, o direito potestativo da alienação das respetivas ações “decorre da possibilidade do sócio dominante não exercer o seu direito potestativo (...) e visa permitir que o sócio minoritário não perca o valor dos respetivos títulos, nem fique ligado a uma sociedade na qual já não pode exercer a influência”²¹⁴.

²¹² De grosso modo, o desígnio da OPA obrigatória é proteger os sócios minoritários concedendo-lhes um poder de exoneração, de forma que as suas ações não se desvalorizem. Uma concentração tão intensa da estrutura acionista, poderá acarretar consequências negativas a diversos níveis na esfera dos minoritários não abrangendo apenas as ações, mas todos os valores mobiliários que deem direito à sua subscrição e aquisição.

Com a redução do *free float*, a cotação e a liquidez das ações diminuirão, havendo menos investidores e tornando mais complexa a compra e venda das ações. Isso torna suscetível a ocorrência de manipulações da cotação das ações remanescentes pelos acionistas que detêm a maioria das ações, que podem se coordenar entre si especialmente, por meio de informações privilegiadas, comprando e vendendo ações em grandes blocos para influenciar artificialmente o preço das ações.

Isso repercute-se na influência intra-societária dos acionistas minoritários especialmente considerando que em sociedades com grande concentração acionista, supervisionar as atividades dos acionistas majoritários torna-se mais difícil. Pedro Pais De Vasconcelos, «Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas», *Direito das sociedades em revista* 3 (março de 2010): 20–21.

²¹³ Além disso, cremos que estes sairiam a beneficiar tendo em conta a iliquidez do mercado após OPA, encontrando depois dificuldades para venderem as suas ações, sobretudo com a possível queda de cotação as mesmas, perdendo assim o valor do seu investimento.

Dessa forma os minoritários têm a hipótese de partilhando o prémio de controlo, beneficiar de um valor acima do praticado em mercado.

²¹⁴ César Manuel Ferreira Pires, «A oferta pública de aquisição tendente ao domínio total», *Revista Científica da Universidade Lusófona do Porto* 2 (2007): 99.

Em ambos os casos, encontramos a utilização de técnicas de aquisição coerciva. Todavia, a alienação potestativa comporta menos efeitos lesivos aos maioritários²¹⁵, do que a aquisição das participações dos minoritários. Há assim, uma igualdade de direitos, tendo também, o minoritário um direito potestativo de igual conteúdo²¹⁶.

Em relação à questão da proporcionalidade, alegando a existência de um desequilíbrio entre as partes, na qual, uma das partes se encontra investida num poder de “exercer sobre a outra poderes ou prerrogativas especiais de autoridade”²¹⁷, e havendo nestes casos também, conflitos de princípios opostos: “de um lado, a liberdade de empresa e o princípio da maioria, que levam à consagração deste direito potestativo; e, de outro, a propriedade privada dos acionistas minoritários”²¹⁸, cremos que não se sustenta a existência da violação do princípio em causa.

Sendo que: (1) os minoritários também têm um direito potestativo exercível perante o maioritário (2) terão direito a uma contrapartida justa e adequada, passível de controlo e, na qual o preço por ação será equivalente ou superior ao valor da contrapartida da OPA prévia (3) tiveram diversas oportunidades de partilhar o prémio de controlo com o *blockholder*, não somente durante a OPA obrigatória, mas também durante o lançamento da OPA geral a que se refere este artigo.

Desta forma, estes mecanismos de proteção “impedem que a posição de sujeição dos accionistas minoritários (...) exceda o patamar admissível à luz do teste da proporcionalidade”, assim “prevalendo, no conflito de princípios, o da livre iniciativa económica- o princípio da proporcionalidade atua como instrumento de otimização e racionalização desta tensão, impedindo que daquela prevalência resulte um prejuízo excessivo e desnecessário”.²¹⁹

²¹⁵ Tendo-se até, questionado se o direito de alienação potestativa não colocará também em causa o direito de liberdade de iniciativa económica do socio maioritário. Ana Cristina Leite de Andrade, «O duplo requisito legal da aquisição potestativa no âmbito do regime mobiliário» (masterThesis, 2017), 52.

²¹⁶ Ana Cristina Leite de Andrade, «O duplo requisito legal da aquisição potestativa no âmbito do regime mobiliário» (masterThesis, 2017), 52; Paulo Câmara, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 4^o (Coimbra: Almedina, 2018), 868; José Engrácia Antunes, A aquisição tendente ao domínio total- da sua constitucionalidade (Coimbra editora, 2001), 123.

²¹⁷ André Figueiredo, «O princípio da proporcionalidade e a sua expansão para o direito privado», vol. II (Estudos comemorativos dos 10 anos da faculdade de direito da universidade nova de lisboa, Almedina, 2008), 31.

²¹⁸ Figueiredo, 39.

²¹⁹ Figueiredo, 39–40.

Já no âmbito da violação do direito à liberdade de iniciativa económica, perfilhamos do entendimento de António Menezes Cordeiro que, nos explicita que a aquisição potestativa é uma decorrência do próprio estatuto de sócio, comportando não só um conjunto diverso de direitos, mas também um conjunto de deveres e sujeições, na qual os sujeitos sabem à priori que poderiam futuramente ficar sujeitos, não se tratando de situações de decisões arbitrárias, seguindo antes um procedimento legal, devidamente tipificado e compensatório para esses casos²²⁰.

5.2) O novo enquadramento jurídico à luz da alteração ao código dos valores mobiliários:

5.2.1) Da admissibilidade do *delisting* voluntário:

Considerando que o mercado de capitais nacional era anémico e estagnado, esta revisão foi realizada com o intuito de dinamizar o nosso mercado de capitais e atrair investidores. O que foi feito, reduzindo-se barreiras regulatórias e encargos, incentivando-se assim à abertura do capital social, nomeadamente, através de uma regulação mais simples, objetiva e alinhada com as práticas dos restantes países comunitários.

Com a revisão do CVM, assistimos não só, à extinção da figura da sociedade de qualidade aberta, que não tinha paralelo com os restantes regimes normativos comunitários, como também, à tão esperada consagração expressa da admissão do *delisting* voluntário, estando o seu regime regulado nos artigos nº251-F e seguintes do CVM.

O legislador autonomizou a saída o mercado regulamentado, não precisando assim as emitentes de recorrer à perda de qualidade de sociedade aberta ou à aquisição tendente ao domínio total para alcançar esse objetivo.

A previsão do *delisting*, mostrava-se necessária, especialmente porque sob o enquadramento regulatório anterior as sociedades nem sempre desejavam perder a qualidade de sociedade aberta e as vantagens a ela inerentes ao retraírem-se do mercado em questão.

Com a eliminação da figura da sociedade aberta, conseguiu-se eliminar as incertezas que giravam em torno do que integrava o conceito de sociedade aberta.

²²⁰ Cordeiro, «Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total (artigo 490.º, nº3, do Código das Sociedades Comerciais)», 27–29.

Neste sentido, uma vez que não existia nos ordenamentos jurídicos comunitários a figura da sociedade aberta, sendo o paradigma da regulação em torno do conceito de sociedade cotada, havia dúvidas quanto ao artº13 do CVM, uma vez que este era omissivo quanto a saber se certas sociedades anónimas se poderiam qualificar ao seu abrigo como abertas ou não, tendo em conta que a sua lei pessoal não era portuguesa²²¹.

Desta forma, tínhamos sociedades anónimas que não sendo consideradas abertas, tinham ações admitidas num mercado regulamentado português²²².

Vejamos então como se processava esta saída do mercado regulamentado a pedido da emitente. Referindo de antemão, que relativamente à perda de qualidade de sociedade aberta, apresentam vários pontos em comum.

Neste âmbito, nos termos dos artº251-F/1 do CVM e 389º do CSC, exige-se que a exclusão tenha sido deliberada numa AG por uma maioria de pelo menos 90% do total dos direitos de voto correspondentes ao capital social e, concomitantemente, uma deliberação em AG dos titulares de ações especiais admitidos a negociação em mercado regulamentado ou num MTF, por maioria de pelo menos 90% dos valores mobiliários em causa mesmo que essas ações especiais não confirmem direito ao voto .

Notamos assim, a exigência de um consenso e de uma maioria qualificada (*supermajority vote*), como forma de proteção dos sócios minoritários quanto a deliberações que possam ter um impacto significativo no futuro e na vida societária de uma empresa.

Além disso, como forma de proteção dos acionistas minoritários, apesar de a proposta de *delisting* ser apresentada pela administração à AG a decisão sobre a retirada de uma emitente é atribuída à AG e não ao Conselho de Administração.

Isto justifica-se devido aos potenciais conflitos de interesses envolvidos, pois tanto a aprovação ou não do *delisting*, pode permitir a extração de benefícios privados numa deliberação do Conselho de Administração.

Sem haver uma vontade da maioria dos acionistas os administradores podem facilmente impor sua vontade em detrimento dos interesses da sociedade e dos acionistas.

²²¹ Juliano Ferreira, «Sociedade com o capital aberto ao investimento público: relevância da lei pessoal na aquisição e perda da qualidade de sociedade aberta», *Revista de direito das sociedades*, n.º 2 (ano IX de 2017): 221–23.

²²² Em tom de nota, também tínhamos sociedades qualificadas como abertas mas que não tinham ações admitidas a negociação em mercado regulamentado, como podemos confirmar com a disposição do artº13/1/c do CVM, como também nos casos do artº27/1/c do CVM onde estas mantinham essa qualidade mesmo após a exclusão da cotação.

Além do mais, exige-se que seja tomada em seio de uma deliberação em AG por decorrência do dever de lealdade dos administradores constante no artº64/1/b do CSC ²²³.

Em suma, a exigência de uma deliberação em AG não só permite que esta possa posteriormente ser controlada judicialmente, caso se entenda que foi realizada de forma abusiva como é uma forma mais ampla de legitimação do *delisting*²²⁴.

Quanto à tutela dos acionistas dissidentes, é-lhes conferido um direito de saída com uma contrapartida justa e equitativa em dinheiro, calculada nos termos da contrapartida das OPAS obrigatórias, com base no artº188 do CVM.

Esta contrapartida também é aferida em relação à data da divulgação da convocatória da AG (artº251º-F/4 do CVM), assim e tal como acontece nas transações durante a pendência de OPA (artº180/3 do CVM), se o oferente adquirir ações da mesma categoria das visadas pelo *delisting*, após a data da divulgação da convocatória da AG por um preço superior, ele é obrigado a rever a contrapartida fixada, aumentando-a para um valor não inferior ao que pagou nessas últimas aquisições²²⁵.

Evitando que os acionistas sejam prejudicados caso o preço das ações subam após essa data.

Caso não fosse aferida com base nessa data e o oferente adquirisse ações por um valor superior, essa valorização não entraria no computo da contrapartida dos dissidentes²²⁶.

Uma das novidades que esta revisão trouxe relativamente à aquisição dos valores mobiliários dos dissidentes, prende-se com o facto de agora já não ser necessário que seja um acionista da sociedade a adquirir esses instrumentos financeiros, podendo ser feita por um terceiro ou até pela própria sociedade²²⁷.

²²³ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 522–23.

²²⁴ Oliveira, 526.

²²⁵ Gomes, *Direito das sociedades cotadas*, 574–75.

²²⁶ Gomes, 574.

²²⁷ Todavia, apesar de a letra da lei referir “um acionista ou um terceiro” nada obsta a que haja mais que um proponente. Não sendo considerado um dever mas sim um ónus, por essa via, entender que apenas pode ser um acionista estaríamos a restringir o princípio da liberdade contratual. Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 99. Além do mais, sendo a razão desta disposição a proteção dos minoritários, não cremos que haveria lugar à sua penalização, pelo facto de haver vários proponentes, pois o preço oferecido será equitativo e calculado nos termos do artº188 do CVM.

Contudo, neste último caso, alertamos para que esta aquisição seja feita em consonância com o regime da aquisição de ações próprias²²⁸ constantes nos artº316 e seguintes do CSC.

Outro ponto que consideramos importante, é o facto de o CVM instituir que a sociedade, um acionista ou terceiro, se obrigue de livre vontade até à data da AG a adquirir os valores mobiliários dos dissidentes.

Esta disposição prende-se com assegurar uma segurança jurídica e transparência aos minoritários, pois ficam a saber de antemão que caso não concordem com a deliberação, terão a certeza que existe alguém que comprará os seus valores mobiliários.

O que terá reflexos na captação da confiança de futuros investidores no mercado de capitais.

Por fim, a exclusão da negociação em mercado regulamentado por iniciativa da emitente, tal como acontecia com o regime da perda de qualidade de sociedade aberta, também depende de um requerimento dirigido à CMVM (artº251-F/2 do CVM), tendo que ser apresentado num prazo de 20 dias a contar da data da deliberação, exercendo esta entidade uma função de controlo da legalidade, averiguando se se encontram preenchidos os pressupostos exigidos para o diferimento desta operação, se estiverem esta tem que diferir, constituindo um ato vinculado²²⁹.

5.2.2) Inadmissibilidade do voto plural nas matérias relativas à exclusão do mercado :

Uma das alterações legislativas introduzidas na recente revisão do CVM, foi a possibilidade de as emitentes poderem emitir ações que proporcionem mais do que um direito de voto²³⁰, conforme estipulado no artº21-D do CVM.

Estas ações, conhecidas como ações com direito ao voto plural ou ações preferenciais com voto majorado, estão limitadas a um teto máximo de cinco votos por ação. Constitem assim uma das várias categorias de ações que uma sociedade pode emitir.

²²⁸ O regime da aquisição das ações próprias também se respalda no princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, conforme presente no artº321 do CSC, concedendo aos acionistas uma igualdade de oportunidade em participarem no processo de aquisição. João Gomes da Silva, «Ações próprias e interesse dos acionistas», *Revista da ordem dos advogados II*, n.º 60 (200AD): 1227.

²²⁹ Gomes, *Direito das sociedades cotadas*, 575.

²³⁰ O voto plural já era permitido nas sociedades por quota (artº250/2 do CSC). Regime que está associado a uma abordagem mais capitalística, onde os direitos de voto são atribuídos com base no capital social subscrito. Jorge Manuel de Brito Pereira, «A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima» (doctoralThesis, 2022), 34.

Rompe-se assim, e apenas para as sociedades cotadas, com a regra geral do “*one share-one vote*” conforme estipulado no artº384/5 do CSC.

Que deriva do princípio da proporcionalidade, que postula uma relação proporcional entre o risco económico do investimento e o controlo sobre a sociedade.

Segundo este princípio, os detentores de posições de controlo nas sociedades, potencialmente enfrentarão grandes perdas ou ganhos, devendo por isso deter uma influência correspondente, considerando os autores que estarão melhor preparados para tomar decisões estratégicas sobre o rumo empresarial, pois serão diretamente afetadas por elas²³¹.

Ora, regendo-se as sociedades anónimas pela autonomia privada/liberdade negocial, este princípio coloca em cheque a autonomia estatutária das sociedades cotadas, contudo, a sua ratio prende-se com a tutela da eficiência do mercado e do público investidor²³².

Conforme destacado por um estudo realizado pela Comissão Europeia²³³, existem vários mecanismos de reforço do controlo “CEM’s” no direito societário, sendo o voto plural um deles, vindo este princípio procurar suprimir ou mitigar tais mecanismos.

Quanto aos motivos subjacentes à sua criação, estes variam de acordo com o momento em que são criadas.

Aquelas que existem desde a constituição da sociedade, têm como objetivo primordial, beneficiar as pessoas cuja participação no projeto societário foi considerada essencial. Já as ações criadas durante a existência da sociedade, servem principalmente os interesses da própria sociedade, funcionando como um instrumento de captação de financiamento. No entanto, os investidores também obtêm vantagens ao subscrever esta categoria de ações, pois recebem benefícios especiais que vão além do recebimento de dividendos, contrariamente aos detentores de ações ordinárias^{234 235}.

É importante ressaltar que os privilégios associados são inerentes às ações em causa e não aos seus titulares artº24/4 do CSC.

²³¹ «Report on the Proportionality Principle in the European Union- Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies» (European Commission, 2007), 7.

²³² José Ferreira Gomes, «Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa», em *Liber Amicorum* (Almedina, 2023), 411.

²³³ «Report on the Proportionality Principle in the European Union- Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies» (European Commission, 2007), 7–8.

²³⁴ Pode haver casos em que existam ações ordinárias que não conferem direito de voto, o que justifica a presença de disposições específicas do CVM referentes a ações que efetivamente conferem direito de voto, para a operabilidade de determinados institutos.

²³⁵ Paulo Olavo Cunha, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as ações privilegiadas* (Almedina, 1993), 148–49.

A sua previsão para as sociedades cotadas prende-se com melhorar a atratividade e competitividade do mercado de capitais nacional, incentivando à entrada no mercado de capitais, dado que um dos receios dos empresários para entrar no mercado de capitais, prendia-se com medo de perder o controlo que tinham sobre a sua empresa, desta forma os proprietários conseguem manter o seu poder devido às suas ações com voto majorado²³⁶.

Abordamos instrumentos financeiros que integrando os direitos participativos dos sócios artº21/1/b do CSC, permitem que alguém que não detenha um domínio qualificado sobre o capital social possa ter um controlo efetivo sobre a sociedade, alterando a proporção entre a propriedade e o controlo.

Neste sentido, também, John C. Coffee, JR.: “this results in a significant alteration in the traditional relationship between share ownership and decision-making control” e “the dual class of stock with different voting rights allows certain individuals or groups to exert significant control over a company without necessarily having a proportionate financial stake”²³⁷.

Como vimos, o princípio da proporcionalidade no âmbito das sociedades anónimas, corresponde à regra geral, contudo veremos que não se trata de uma princípio absoluto, não havendo sempre uma correspondência entre os direitos de voto e a participação no capital social, havendo lugar a desvios e exceções que a própria lei permite.

É o caso das ações preferenciais sem direito de voto (artº341 do CSC) e as limitações estatutárias ao exercício do direito de voto “voting caps” (artº384/2/b do CSC), tendo estes como propósito, evitar que um acionista dominante abuse do seu poder.

Diminuindo-lhe a sua influência nas deliberações, ou como forma de dissuadir o lançamento de OPAS hostis, no sentido de “tornar inútil (para efeitos de controlo) a aquisição de ações para além daquelas que atribuem direitos de voto”^{238 239}.

²³⁶ Elda Marques, «Identificação dos acionistas, transmissão de informações, facilitação da participação em assembleias gerais e a receção do voto plural- breve apontamento», em *Direito das empresas- reflexões e decisões* (Almedina, 2022), 470.

²³⁷ «Dual Class Stock: The Shades of Sunset | CLS Blue Sky Blog», 19 de novembro de 2018.

²³⁸ Jorge Manuel de Brito Pereira, «A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima» (doctoralThesis, 2022), 146.

²³⁹ «Report on the Proportionality Principle in the European Union- Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies» (European Comission, 2007), 11; Jorge Manuel de Brito Pereira, «A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima» (doctoralThesis, 2022), 145; José Ferreira Gomes, «Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa», em *Liber Amicorum* (Almedina, 2023), 402.

Um dos argumentos que encontramos a favor destas ações é o facto de estas funcionarem como um instrumento de dispersão do capital social pelo público, permitindo obter financiamento externo sem que os fundadores percam o controlo que detêm sobre a sociedade.

Atraindo novos acionistas mediante a emissão de novas ações²⁴⁰ ou da venda de ações já existentes, bem como através de “*private placements*”²⁴¹, IPO’s e ofertas subsequentes, já que estarão em condições de oferecer mais ações à distribuição mantendo uma menor participação de controlo”²⁴², permitindo o desenvolvimento dos seus projetos sem recorrer à banca ou a realizar aumentos de capital²⁴³.

Por outras palavras, permitindo o voto plural que os sócios fundadores tenham ações que lhes confirmam, por exemplo, cinco votos por ação, enquanto os investidores comuns apenas detenham ações que confirmam um direito de voto, mesmo que os fundadores tenham menos ações que os restantes investidores, devido aos votos majorados conseguem ainda assim, ter mais poder de voto no seio deliberativo, mantendo o controlo nas decisões societárias e continuando a implementar a sua visão na gestão empresarial.

Mesmo que diluam a sua participação através da venda de ações que possuam.

Desta forma, ficando os fundadores das empresas mais incentivados a entrar no mercado de capitais permite-se uma maior dinâmica, competitividade e liquidez do mercado de capitais nacional.

No entanto, a previsão de ações com direito a voto plural também não é isenta de inconvenientes.

Como vimos, estas tanto podem ser criadas durante o ato constitutivo da sociedade artº24/1 do CSC, como postumamente mediante aumentos de capital ou por conversão de ações ordinárias em ações privilegiadas artº383/2 e 286/3 do CSC ex vi artº21ºD/3 do CVM.

²⁴⁰ A emissão de ações com direito de voto plural implica uma diluição das participações detidas pelos acionistas que não participaram da subscrição, incluindo os minoritários, não sendo compensada por um aumento de capital proporcional à diluição. Gomes, «Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa», 405.

²⁴¹ É importante observar que aqui, a colocação privada de ações, não é o mesmo que as ofertas particulares descritas no agora revogado artº110 do CVM, embora ambas se refiram a ofertas de valores mobiliários que não são públicas.

²⁴² Jorge Manuel de Brito Pereira, «A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima» (doctoralThesis, 2022), 16.

²⁴³ José Ferreira Gomes, «Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa», em *Liber Amicorum* (Almedina, 2023), 403; Fabrício de Souza Oliveira e Vinícius José Marques Gontijo, «O voto plural: problemas em governança corporativa», *Direito das sociedades em revista* 28, n.º 14 (2022): 41; Jorge Manuel de Brito Pereira, «A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima» (doctoralThesis, 2022), 15–16.

Em qualquer dos casos, têm que constar do contrato de sociedade as categorias de ações que eventualmente sejam criadas artº272/2/c do CSC.

É na criação póstuma que se levantam os problemas de tutela dos minoritários.

Efetivamente, caso este seja contemporâneo ao ato constitutivo da sociedade, pode-se logo prever no pacto social, a possibilidade de criação desta categoria de ações desde que estas se destinem à admissão em mercado regulamentado ou num MTF, como ainda se poderá estatuir a possibilidade de alteração dos estatutos no sentido de se realizarem aumentos de capital para emitir essa categoria²⁴⁴.

Nestes casos, e como refere José Ferreira Gomes, os minoritários têm mecanismos a seu dispor para se tutelarem e reduzirem os riscos de investimento que daí possa derivar, nomeadamente, estatuidando uma taxa de desconto que considerem apropriada quanto ao risco do seu investimento²⁴⁵.

Quando a introdução do voto plural é póstumo, os minoritários já não têm essa possibilidade²⁴⁶.

Nestes casos, é crucial ter em mente que a introdução do voto plural constitui uma alteração ao pacto social e uma modificação dos factos com os quais os sócios contaram aquando do seu investimento.

Esta introdução superveniente, ou seja, sem a prévia estatuição no pacto social da sua possibilidade, é prejudicial porque não só diluirá as participações dos acionistas como também, tendo de ser feita mediante um aumento de capital ou com a conversão de ações existentes, implicará uma deliberação em Assembleia Geral nos termos do artº85/1, 383/2º e 386/3º do CSC, onde os sócios que se posicionem contra a alteração estatutária não têm normativamente um direito de saída, restando-lhes apenas a opção de vender suas ações²⁴⁷.

Dessa forma, estes sócios serão de certa forma compelidos a sair da sociedade.

Quanto à sua admissibilidade nas deliberações de *delisting*, esta suscitaria sérias preocupações especialmente no que diz respeito aos acionistas minoritários, mesmo que estes tenham um direito de saída na referida deliberação.

²⁴⁴ José Ferreira Gomes, «Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa», em *Liber Amicorum* (Almedina, 2023), 406; Jorge Manuel de Brito Pereira, «A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima» (doctoralThesis, 2022), 331.

²⁴⁵ Gomes, «Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa», 405.

²⁴⁶ Gomes, 405.

²⁴⁷ Gomes, 406; Afonso Serra Marques, «O regime das ações com voto plural no novo código dos valores mobiliários», 2023, 32.

Tendo esta nova norma como ratio, evitar que os detentores das ações de voto plural desequilibrem desproporcionalmente as deliberações a seu favor.

Especialmente, tendo em conta os conflitos de interesses que se verificam, a perda de liquidez dos valores mobiliários e a frustração das expectativas de manutenção da cotação nesse mercado.

Em primeiro lugar, comprometeria um princípio fundamental do direito mobiliário, o da igualdade de tratamento dos acionistas.

Pois, permitiria que certos acionistas exercessem uma influência desproporcional num processo decisivo tão importante e crítico, que afeta significativamente a posição enquanto investidor num mercado de capitais como os interesses societários legalmente protegidos dos minoritários.

No fundo, estaríamos a criar disparidades entre investidores, concentrando o poder decisivo (poder de voto) nas mãos de um número restrito de acionistas, conferindo-lhes um poder decisório maior do que aos restantes acionistas num processivo deliberativo.

Logo aí, também estaria a desvirtuar um princípio importante do direito societário, o princípio da maioria, pois não estaria a refletir a voz maioritária, aliás, uma das questões que abordámos a propósito dos efeitos do *delisting* nos minoritários, foi a captura do interesse social pelos maioritários, o que totalmente se verificaria, caso se admitisse o voto plural nestas deliberações.

Não só os minoritários estariam em desvantagem antes do *delisting*, como também após a dita operação, ficando reféns dos interesses pessoais dos maioritários. Poder-se-á até afirmar o exacerbamento dos problemas de agência horizontais (entre maioritários e minoritários).

Pois, os maioritários podem decidir retirar a emitente do mercado para reforçarem o seu controlo societário e impingirem as suas estratégias empresariais em benefício próprio refletindo assim, o fenómeno do *market for corporate control*.

Levantando neste sentido sérios problemas, pois deixando a sociedade de estar sujeita ao exigente regime mobiliário, a assimetria informativa será maior, aumentando assim, o risco de abuso de poder e os conflitos de interesses.

No entanto, também se poderá verificar que os maioritários utilizem o seu voto majorado, para vetarem a saída do mercado regulamentado para manterem na sua esfera esses direitos de voto majorados, pois saindo a emitente do mercado deixa de ser uma

sociedade cotada, sendo-lhe aplicável a proibição do voto plural, convertendo-se as suas ações privilegiadas em ações ordinárias²⁴⁸.

Quanto à pertinência da proibição do voto plural nas deliberações de *delisting*, considerando que os acionistas minoritários já possuem um direito de saída garantido sob essa circunstância.

A nosso ver, tem a total pertinência pois como vimos, trata-se de uma operação que afeta a vários níveis os sócios minoritários, merecendo estes uma tutela adequada e compensatória dos prejuízos que se verificarão na sua esfera.

O facto de estes terem um direito de saída, não significa que deva ser admitido o voto plural.

O direito de saída é uma forma de tutela *ex post*, ou seja, opera após uma decisão tomada no sentido de saída do mercado regulamentado, constituindo uma forma de os minoritários reagirem a uma decisão maioritária com a qual não concordaram, não lhes conferindo proteção ou igualdade de poder de voto durante a deliberação em causa.

Além de precisarem de uma tutela *ex post*, também se exige uma tutela *ex ante*, sendo que esta é conseguida através da imposição de uma deliberação de uma assembleia geral em que os acionistas estejam todos em pé de igualdade²⁴⁹.

Foi também com base nesta ideia de equilibrar a contraposição dos interesses em causa e de proteção dos minoritários que o legislador a proibiu o neste contexto.

Percebe-se facilmente que adotar o voto plural desequilibraria significativamente o rumo da deliberação, permitindo que os titulares de votos majorados facilmente imponham sua vontade com base nos seus interesses privados, reduzindo drasticamente a voz dos acionistas minoritários.

Por fim, não sustentamos que a proibição do voto plural para os casos de *delisting* seja um obstáculo ao empreendedorismo pois a própria previsão da exclusão voluntária da negociação, foi concebida com o intuito facilitar e atrair investidores para o ingresso no mercado de capitais, acreditando que existe uma harmonização entre os dois institutos, contribuindo ambos para a dinamização do mercado de capitais nacional.

²⁴⁸ Marques, «O regime das ações com voto plural no novo código dos valores mobiliários», 38.

²⁴⁹ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 506–7.

6) Efeitos jussocietários objetivos e subjetivos do *delisting*:

6.1) Reflexos do *delisting* na posição do investidor-acionista:

Ao longo desta dissertação evidenciámos que a decisão de uma sociedade sair do mercado regulamentado pode acarretar prejuízos para os acionistas a diversos níveis.

O primeiro efeito que observamos é a imediata exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade e dos valores mobiliários que dão direito à sua subscrição.

Todavia, nada impede que esses valores mobiliários continuem em negociação num mercado não regulamentado ou até fora de mercado, ressalvando, no entanto, que tipicamente são mercados conotados com pouca liquidez²⁵⁰.

No que diz respeito à sociedade, a sua esfera financeira também será afetada de forma adversa, não apenas a sua capitalização bolsista como também a liquidez das suas ações, o que por sua vez terá um impacto direto no seu custo de capital²⁵¹.

No que diz respeito à posição do sócio enquanto investidor, a elevada concentração da massa acionista resulta numa diminuição significativa da liquidez e numa queda acentuada das cotações. Como resultado, os sócios enfrentarão dificuldades acrescidas para alienarem as suas participações sociais.

Deparando-se com uma frustração da sua expectativa na manutenção da negociabilidade em mercado regulamentado e na inerente facilidade da sua alienação com possibilidade de valorização²⁵².

Com efeito, passando a ser uma sociedade fechada e não estando as suas ações em circulação num mercado regulamentado, a tão aclamada livre transmissibilidade das ações ficará dificultada, pois será mais difícil encontrar adquirentes dispostos a adquirir os seus títulos mobiliários, dado que serão vistos como “*penny stocks*”, fazendo com que os investidores os vendam com prejuízo ou as mantenham no seu portfólio ficando aprisionados à sociedade.

²⁵⁰ Oliveira, 409; Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 841.

²⁵¹ P. R. Chandy, Salil K. Sarkar, e Niranjan Tripathy, «Empirical Evidence on the Effects of Delisting from the National Market System», *Journal of Economics and Finance* 28, n.º 1 (1 de março de 2004): 48–51; Gary C. Sanger e James D. Peterson, «An Empirical Analysis of Common Stock Delistings», *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 25, n.º 2 (junho de 1990): 269–71.

²⁵² Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 410; Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 58.

Há quem, como o presidente da AEM²⁵³, veja vantagens em ter ações com uma cotação baixa.

Para este, ter ações com um valor baixo, poderá ajudar a aumentar a liquidez, mas por outro lado, também admite que, uma das desvantagens da baixa cotação será o “aumento exponencial da volatilidade das cotações” e a má imagem da sociedade perante investidores estrangeiros, que a verão como se fossem de má qualidade ²⁵⁴.

Já a nível jurídico, a exclusão da cotação não implicando a extinção da posição societária, aporta, no entanto, significativas alterações na sua posição jurídica enquanto sócio, interferindo nos seus “interesses legalmente protegidos”²⁵⁵.

Quando falamos de interesses legalmente protegidos, estamos a referir-nos quanto à toda envolvente do rigoroso regime jus-mobiliário que deixa de ser aplicado à sociedade cotada e que, conseqüentemente, afeta as legítimas expectativas dos acionistas, contando estes com a sua aplicação.

Expectativas concebidas aquando da sua decisão de investimento na sociedade e também através da informação divulgada pela emitente.

Observando-se *in modo crasso*, a uma redução de mecanismos que previamente se encontravam à sua disposição e que lhes permitiam avaliar e formar ou, uma decisão de manutenção ou, uma decisão de desinvestimento²⁵⁶.

Neste sentido, e como já constatámos anteriormente, o regime mobiliário é preconizado por exigentes regras de transparência e de *disclosure* de informação, destinados a reflexamente permitir que os investidores obtenham informações fidedignas e, que tomem decisões devidamente fundamentadas e racionais acerca dos instrumentos financeiros em causa e, principalmente, para assegurar uma correta formação dos preços e sustentar a integridade e eficiência dos mercados.

Assim sendo, deixando de ser considerada uma sociedade emitente “cotada”, vários são os mecanismos de proteção a dispor dos sócios que deixam de se verificar, nomeadamente: deixam de beneficiar do princípio da igualdade de tratamento dos acionistas ficando à mercê de os acionistas respeitarem o princípio da lealdade e da boa-fé; deixam também, de estar sujeitos ao regime da OPA obrigatória, não podendo assim,

²⁵³ Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado

²⁵⁴ Tiago Freire, «Bolsa Portugal é um mercado com muitas ‘penny stocks’, fruto da desvalorização e dos aumentos de capital realizados. Conheça os prós e contras e a solução ‘reverse stock-split’», *Diário económico*, 2015.

²⁵⁵ Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 59.

²⁵⁶ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 409.

partilhar o prémio de controlo quando haja aquisições de posições de domínio qualificado²⁵⁷.

No domínio dos deveres informativos²⁵⁸: as sociedades deixam de estar sujeitas a várias exigências informativas.

São exemplos: os deveres de publicação integral de documentos de prestação de contas anuais e semestrais; os deveres de divulgação de informação privilegiada; os deveres de auditoria e de fiscalização, e, sobretudo, deixam de estar sob a alçada da supervisão pela CMVM²⁵⁹.

Essa exclusão de deveres e conseqüentemente, de informação disponível aos investidores, dificulta a capacidade de fiscalização e monitorização da atividade e desempenho da sociedade como dos membros dos seus órgãos de gestão tanto pelos próprios acionistas como pelos *outsiders*.

Abrindo espaço a potenciais abusos por parte dos sócios maioritários dado que a monitorização será menor incentivando, também assim, ao “efeito boleia” dos restantes acionistas.

Com a supressão de todas estas particularidades inerentes ao regime das sociedades cotadas os investidores acabam por ver frustradas as suas expectativas quanto à sua manutenção, merecendo por isso uma tutela adequada e compensatória dessa frustração.

Da mesma forma que um dos fundamentos da taxatividade dos tipos societários, se prende por razões de segurança jurídica, aqui também podemos alegar a segurança jurídica, como fundamento da tutela que é conferida ao abrigo da saída do mercado regulamentado.

Em conclusão, também poderá verificar-se, uma captura do interesse social pelos sócios maioritários, realizando estes, estas operações como forma de com isso obterem benefícios privados do controlo .

²⁵⁷ Oliveira, 409–10.

²⁵⁸ Para uma análise mais aprofundada dos deveres informativos a que as sociedades cotadas estão sujeitas, consulte-se: Gomes, *Direito das sociedades cotadas*, 255–316; Marques, «O regime das ações com voto plural no novo código dos valores mobiliários», 43–44.

²⁵⁹ Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 836; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 409–10; Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 59.

Deixando de estar sujeitos ao rigoroso escrutínio inerente ao mercado regulamentado, deixando de partilhar informações com os restantes acionistas e diminuindo a divulgação de informação ao mercado em si, podem adotar uma gestão empresarial que priorize os seus interesses em detrimento dos interesses dos restantes acionistas e da própria sociedade, pois deixam de estar sob perscrutação exterior e interna²⁶⁰.

6.2) A alteração material do subtipo de sociedade anónima:

Por último, convém debruçarmo-nos sobre a alteração material do subtipo societário que se verifica com o *delisting*.

Em tom de introdução, não iremos afirmar a existência de uma autonomia tipológica da sociedade cotada que nos leve a afirmar que exista formalmente uma alteração do tipo societário em questão, mas afirmaremos que no plano material já poderemos falar de uma alteração do subtipo societário.

É inegável a existência de vários tipos societários legais para as sociedades que queiram exercer atos de comércio, tipos esses que obedecem a uma tipicidade injuntiva, ou seja, não podem ser criados ou adotados outros tipos societários além daqueles previstos legalmente artº1/2 do CSC (princípio da tipicidade/ taxatividade)²⁶¹, não podendo por isso ser constituídas sociedades comerciais atípicas, existindo uma restrição na sua liberdade negocial²⁶².

Contudo, estas ainda têm alguma “liberdade de conformação do seu regime”²⁶³.

Escolhendo adotar um dos tipos legais previstos, podem ao abrigo da autonomia privada e da liberdade negocial/contratual de que dispõem, inserir estatutariamente cláusulas de outros tipos societários (cláusulas atípicas), desde que não contrariem características essenciais do seu tipo legal sob pena de nulidade e não serem consideradas sociedades comerciais²⁶⁴.

²⁶⁰ Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 60–61.

²⁶¹ A taxatividade dos tipos legais é justificada por razões de segurança jurídica e de ordem pública. Dessa forma, tanto os outsiders como os sócios das sociedades, desconhecendo os estatutos das mesmas têm a garantia de que considerando o tipo legal da sociedade em questão, esta não irá divergir do respetivo regime normativo, proporcionando uma segurança jurídica ao saberem de antemão com o que podem contar e até que ponto responderão pelas suas entradas. Jorge Manuel Coutinho de Abreu, *Curso de direito comercial*, 6º, vol. II (Almedina, 2019), 83–84; Cordeiro, *Código das sociedades comerciais anotado*, 65.

²⁶² Vasconcelos, *A participação social nas sociedades comerciais*, 44.

²⁶³ Abreu, *Curso de direito comercial*, II:83.

²⁶⁴ Vasconcelos, *A participação social nas sociedades comerciais*, 47–48.

Ora, o tema que nos ocupa neste âmbito prende-se com a questão dos subtipos das sociedades anónimas.

Quanto a isto, não é estranho encontrar no campo doutrinário uma voz maioritária, no sentido da admissibilidade da existência de subtipos de sociedades anónimas.

No entanto, cumpre ressaltar que o CSC apenas regula o tipo legal de sociedade anónima em geral, não categorizando os diferentes subtipos de SA.

Assim sendo, quando falamos em subtipos de sociedade anónima, referimo-nos a subtipos societários doutrinários, uma vez que são uma construção doutrinária²⁶⁵.

Apesar de o CSC não fazer menção ao seus subtipos, não nos leva a inferir que este não admite a existência de subtipos de tipos legais, de facto, parece-nos que e, a propósito das sociedades por quotas, que enverga nesse sentido ao prever as sociedades unipessoais por quotas reguladas no artº 270-A e ss.

Creemos assim, que estamos neste caso perante um subtipo legal.

A sociedade cotada possui um regime jurídico próprio resultado da dinâmica em que se insere, a do mercado de capitais, tornando indispensável uma regulamentação rigorosa para proteger os investidores²⁶⁶, dado que estes estão mais vulneráveis tanto na relação com a emitente como com os demais investidores e operadores do mercado.

Sobretudo, fruto da assimetria informativa existente, ainda que, em parte, colmatada com o papel dos intermediários financeiros e todos os deveres de transparência impostos.

Neste contexto, entendemos que apesar de não ser normativamente exequível, devido à natureza injuntiva da tipicidade, que esta poderia ser dotada de uma autonomia tipológica e configurar-se como um novo "tipo normativo real"²⁶⁷.

Contudo, para isso, seria necessário que o legislador implementasse um regime regulatório que pudesse atender, adaptar e conjugar os seus traços particulares de uma sociedade inserida num mercado de capitais, onde a proteção dos investidores, a transparência e a estabilidade do mercado são imperativos, com os traços do regime societário em que se encontra inserida.

²⁶⁵ A construção doutrinária de subtipos, tem como intuito facilitar a compreensão dos tipos legais e, sobretudo, permitir uma melhor “interpretação e integração da lei e dos estatutos sociais”. Abreu, *Curso de direito comercial*, II:80.

²⁶⁶ Ao contrário do regime típico das sociedade anónimas no geral, se prender com a proteção dos acionistas.

²⁶⁷ Karl Larenz, *Metodologia da ciência do direito*, 4º, Tradução Lamego José, 2005, 662.

Ou seja, desde que se garantisse uma harmonização entre o regime societário e o regime mobiliário sem excluir nenhum dos dois, tal como nos afirma Karl Larenz: “Na formação do tipo e, portanto, também na coordenação concreta ao tipo, entram tanto elementos empíricos como normativos; a união destes dois elementos constitui precisamente a essência deste tipo”²⁶⁸.

No entanto, e na aceção deste autor, não cremos que na autonomização da sociedade cotada, esta seria concebida como um tipo misto apesar de estas fazerem parte “ de um plano económico e comercial fortemente diferenciado”²⁶⁹, pois a sociedade cotada apenas reúne características de um certo tipo societário legal, o da sociedade anónima.

Diz-nos ainda, Oliveira Ascensão que “há tipicidade quando uma realidade é concretizada em tipos. Estes têm a característica de preencher incompletamente essa realidade. Portanto o somatório dos tipos não esgota a realidade em causa”²⁷⁰, significando para nós que as sociedades cotadas são uma realidade complexa e categorizada dentro de um tipo legal específico (a sociedade anónima), que engloba certas características essenciais para a aplicação do seu regime específico.

No entanto, como refere o autor, nem todo o tipo legal abrange a complexidade da realidade que pretende descrever, tratando-se de uma construção abstrata e incompleta, não conseguindo englobar todas as variações da realidade.

Daí as sociedades cotadas além de terem um regime societário comum, também contemplam de um regime mobiliário, dada a realidade em que se encontra inserida.

No entanto, dado que essa autonomia tipológica não se verifica, limitamo-nos a afirmar que ela constitui um subtipo das sociedades anónimas.

Ao fazer um paralelo com o que nos transmite Rui Pinto Duarte, sobre a (a)tipicidade dos contratos, onde o género (representando uma categoria ampla) é a sociedade anónima e a espécie (inserida dentro desse género) é a sociedade cotada, as seguintes afirmações “os atos reconduzíveis ao género cingem-se aos atos reconduzíveis às espécies” e “nas áreas onde há taxatividade as regras ditadas ao nível do género aplicam-se sempre conjuntamente com as ditadas ao nível de uma das espécies”²⁷¹, levam-nos a inferir que o regime do género (sociedade anónima) corresponde aos traços normativos comuns às

²⁶⁸ Larenz, 662.

²⁶⁹ Larenz, 662–63.

²⁷⁰ José de Oliveira Ascensão, *Teoria geral do direito civil- Acções e factos jurídicos*, vol. III (Lisboa, 1992), 112.

²⁷¹ Rui Pinto Duarte, *Tipicidade e atipicidade dos contratos*, Coleccção teses (Almedina, 1998), 31.

espécies (sociedades cotadas), onde ao mesmo tempo, as espécies também possuem o seu próprio regime específico (o regime mobiliário).

Permitindo-nos sustentar a conceção das sociedades cotadas como um subtipo das sociedades anónimas, sendo-lhes aplicável tanto o regime mobiliário como o regime societário comum a todas as sociedades anónimas.

Além disso, e como nos refere José Ferreira Gomes²⁷², afirmar que uma sociedade cotada é um subtipo de sociedade anónima não colide com as qualificações tipológicas constantes do CSC.

Neste sentido, procederemos à categorização dos subtipos/modalidades de sociedade anónima: (1) a sociedade anónima simples; (2) a grande sociedade anónima; (3) as sociedades emittentes de ações em mercado regulamentado, as chamadas “sociedades cotadas”²⁷³.

Em seguimento do exposto, os dois primeiros subtipos mencionados (1) e (2) consideramos como sociedades fechadas dado que não são emittentes de ações em mercado regulamentado. Encontrando-se aqui abrangidas, tanto aquelas que não emitem qualquer valor mobiliário em mercado regulamentado, como aquelas que apesar de não emittirem ações em mercado regulamentado emitem outras espécies de valores mobiliários em mercado regulamentado²⁷⁴.

Como vimos anteriormente, após uma operação de *delisting*, as sociedades emittentes de ações em mercado regulamentado deixam de estar sujeitas ao regime jus-mobiliário característico das sociedades cotadas, que as distingue das restantes sociedades anónimas.

Passando a se reger apenas por um regime jus-societário, transitando de uma sociedade cotada para uma sociedade anónima simples ou grande sociedade anónima, consoante a sua dimensão.

Deste modo, não se verificando no plano formal uma alteração do tipo societário continuando a ser considerada e regida pelo regime comum das sociedades anónimas, nomeadamente para efeitos de registo, como ainda, o facto de as sociedades cotadas serem uma construção doutrinária, não nos é “permitido” afirmar a existência de uma alteração formal.

²⁷² Gomes, *Direito das sociedades cotadas*, 75–76.

²⁷³ Quando nos referimos ao longo da dissertação a sociedades cotadas, mesmo quando ao abrigo da qualidade de sociedade aberta, fazemo-lo em referência às sociedades emittentes de ações admitidas a negociação em mercado regulamentado, no entanto, ressalva-se que também poderão ser caracterizadas como sociedades cotadas aquelas que emittam outras espécies de valores mobiliários como obrigações ou títulos de dívida, em mercado regulamentado.

²⁷⁴ <https://www.sociedadescomerciais.pt/sociedade-anonima/>

7) Tutela dos acionistas minoritários perante o *delisting* :

7.1) O fundamento da tutela conferida aos acionistas minoritários no *delisting*:

Esta matéria é algo que faz já algum tempo que suscitou divergências doutrinárias e jurisprudenciais em seu torno, especialmente no ordenamento jurídico alemão, prendendo-se com saber se existe efetivamente um “direito à cotação”²⁷⁵ e a existir quais os fundamentos da tutela a ser conferidos aos dissidentes nestas operações.

Neste sentido, convém em tom de advertência reter que no mercado de valores mobiliários, apesar de o ónus do risco de regressão da liquidez do mercado correr na esfera do investidor, estes são munidos de proteção jurídica com base no seu estatuto enquanto investidores num mercado de capitais e não face à sua posição como acionista de uma sociedade.

Derivando esta tutela da confiança depositada na integridade do mercado e nos mecanismos de correta formação de preços, que por sua vez, para funcionarem corretamente e eficientemente dependem da existência de um regular fluxo de informações partilhadas pelas emittentes²⁷⁶.

Por outras palavras, a proteção jurídica concedida aos minoritários não se destina a garantir os riscos inerentes à atividade e à dinâmica do mercado de capitais.

É fundamental considerar que: (1) sem a confiança e afetação das poupanças dos investidores no mercado de valores mobiliários este não existe; (2) o principal desígnio que leva a maioria dos investidores que não têm ambição em influenciar as políticas da sociedade, a adquirirem ações cotadas em mercado regulamentado se deve ao facto de o dito mercado ser afamado por proporcionar por via de regra, maior liquidez e por instituir apertados requisitos de reporte de informação e de transparência; (3) a cotação de uma empresa neste mercado influi na perceção dos participantes no mercado transmitindo-lhes uma ideia de solidez económico-financeira, impressão esta também refletida pelo requisito do artº227/3/b do CVM.

Tais fatores induzem os investidores a acreditar que ser-lhes-á providenciada uma maior proteção acionista e que haverá manutenção da negociabilidade das suas ações, onde além dos dividendos a receber obterão lucros com a sua posterior alienação.

²⁷⁵ Ferreira, «Perda da qualidade “sociedade aberta”», 31.

²⁷⁶ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 104, 538–39, 551–52.

Acreditando que o facto de as transações ocorrerem em mercado regulamentado facilitará posteriormente encontrar um comprador disposto adquirir os seus valores mobiliários a um preço justo e satisfatório.

Encontramos assim subjacente a ideia de que quanto maior for a expectativa de proteção no desinvestimento, mormente, mediante a conceção de um direito de saída, maior será a tendência e confiança dos investidores para realização de investimentos²⁷⁷.

De facto, considerar que a livre transmissibilidade de ações inerente às sociedades anónimas é adequada para proteger os acionistas sem lhes proporcionar também um meio de saída diante mudanças significativas na sociedade, é erróneo e propicia um ambiente de imprevisibilidade e de desconfiança no mercado de capitais, prejudicando potenciais investidores e resultando em efeitos adversos em cascata.

Na ausência de garantias em relação à proteção do seu desinvestimento é provável ocorrer uma retração de investimentos nas sociedades.

Estas enfrentarão dificuldades na obtenção de financiamento necessário pelas empresas e resultará na aversão ao mercado de capitais como uma forma de diversificar suas fontes de financiamento.

Como resultado, a inovação empresarial, a criação de empregos e o crescimento económico-financeiro nacional serão impactados negativamente.

Em suma, levará à descredibilização, estagnação²⁷⁸ e à falta de resiliência do mercado de capitais, desvirtuando os próprios objetivos inerentes à regulação do seu funcionamento.

Nesta linha de raciocínio de proteção da confiança do investidor, um dos fundamentos sustentados refere-se à necessidade de proteção das legítimas expectativas dos investidores.

Mas ao contrário do que se poderia pensar, não há espaço para a aplicação do princípio da tutela de confiança.

²⁷⁷ Apostolos Dasilas, Chris Grose, e Theodoros Spyridis, «Wealth effects of delistings announcements in Europe», *Investment Management and Financial Innovations* 14 (31 de março de 2017): 75.

²⁷⁸ Assistimos há alguns anos, fruto da descredibilização no mercado de capitais, à proliferação de *penny stocks* de conhecidas empresas cotadas portuguesas, onde quase metade destas sociedades transacionava ações abaixo de um euro. Freire, «Bolsa Portugal é um mercado com muitas ‘penny stocks’, fruto da desvalorização e dos aumentos de capital realizados. Conheça os prós e contras e a solução ‘reverse stock-split’.»

Clarificando a doutrina sobre este ponto que a tutela da confiança e as devidas medidas não se aplicam a todos os casos em que sejam defraudadas uma expectativa criada num sujeito. Tendo que haver o preenchimento de certos requisitos²⁷⁹ para operar a respetiva tutela legal²⁸⁰.

Dado que estamos numa situação que se desenvolve no seio do mercado de capitais, verificamos desde logo que a estes casos não lhes é conferida a proteção do princípio em causa, pois por via de regra, os investidores ou conhecem este universo e a dinâmica do mercado de capitais, ou, caso contrário não realizaram as devidas diligências antes de adquirirem as ditas participações sociais.

Desse modo, apelar ao princípio da tutela da confiança seria desvirtuar o princípio da boa-fé, que consubstancia o pressuposto mais importante para a operabilidade do princípio em causa, não se podendo, também, alegar um estado de ignorância desculpável²⁸¹.

Passemos então aos fundamentos da tutela conferida.

Madalena Perestrelo, frisa que temos que ter em consideração a existência de uma relação social especial de proximidade entre o emitente e o investidor.

Onde por um lado, temos um emitente que tem um poder de influência material tão significativo sobre o investidor que é suscetível de causar graves prejuízos na sua esfera e, por outro, temos um investidor que se encontra numa posição vulnerável. Consequentemente, este “vínculo” entre os sujeitos, que não é contratual, e a fragilidade de um perante o outro justifica a vigência de reforçados deveres funcionalmente dirigidos de cuidado e de proteção²⁸².

²⁷⁹ A este propósito, elucida-nos António Pinto Monteiro que os parâmetros de operabilidade são: a existência de uma “situação objetiva de confiança; imputação da confiança ao principal; boa-fé do confiante, e, por fim, investimento na confiança”. O pensamento jurídico de Menezes Cordeiro (Almedina, 2023), 298–99.

²⁸⁰ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 104.

²⁸¹ O pensamento jurídico de Menezes Cordeiro, 297–99; António Menezes Cordeiro, Da boa fé no direito civil, vol. 1 (Almedina, 1984), 514–16; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 104.

²⁸² Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 95–107; Madalena Perestrelo de Oliveira, Código civil: livro do cinquentenário- Algumas notas em torno da «relação especial» e o reposicionamento das fronteiras da responsabilidade civil obrigacional, vol. II (Almedina, 2019), 331–32.

Apesar de defender que o *delisting* não perfaz uma modificação substancial da posição do sócio no seio da sociedade²⁸³, não interferindo nos seus direitos participativos nem implicando uma modificação na estrutura interna da sociedade, todavia implica prejuízos na sua posição de investidor merecendo por essa razão uma tutela adequada²⁸⁴.

Neste âmbito, tanto a autora mencionada como Pedro Pais de Vasconcelos²⁸⁵, consideram que se houver uma grave perturbação da ligação existente torna-se inexigível que um investidor cujo único propósito no ingresso da sociedade é incrementar o valor patrimonial do seu portefólio via mercado regulamentado, seja subjugado a permanecer numa sociedade em condições precárias.

Sobretudo após a frustração da sua confiança na manutenção da negociabilidade, que também lhe coloca entraves no aferimento de lucro com o seu investimento.

O cerne da tutela gira em torno da inexigibilidade de se manterem na sociedade²⁸⁶.

Ademais, a salvaguarda da posição de investidor também se alicerça no facto de estes poderem ser lesados por decisões societárias.

Mesmo que tais decisões tenham sido licitamente tomadas, podem referir-se a factos que o sócio não equacionou quando da entrou na sociedade.

Levando a uma alteração das circunstâncias²⁸⁷ que o levaram a adquirir participações sociais, prejudicando-o significativamente.

²⁸³ Entendimento que Manuel Carneiro da Frada e Diogo Costa Gonçalves não partilham.

Afirmam os autores em primeiro lugar que, estando as ações em negociação em mercado regulamentado confere aos detentores destes instrumentos financeiros uma expectativa legítima de negociabilidade, cessando a admissão a negociação essa expectativa é defraudada.

Neste sentido, argumentam que o *delisting* além de comportar uma alteração ao regime jurídico aplicável, lesando os interesses legalmente protegidos dos acionistas e, apesar de não afetar a subsistência da posição do sócio, implica uma modificação substancial na posição jurídica do sócio nomeadamente, nos seus direitos participativos como o direito à informação. Perfilhamos do mesmo entendimento.

Frada e Gonçalves, «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários», 58–59.

²⁸⁴ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 552–53.

²⁸⁵ Referindo-nos que “a quebra da *affectio societatis*” contribui para justificar que o sócio se aparte da sociedade (...) quando violada a relação de confiança e de companhia sem a qual a continuação do sócio na sociedade, contra a sua vontade, seria fonte de constrangimento, mau relacionamento, quando não mesmo conflito”. Vasconcelos, *A participação social nas sociedades comerciais*, 237.

²⁸⁶ Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 532–53.

²⁸⁷ Referimo-nos a uma alteração das circunstâncias, no sentido em que com o *delisting* verificam-se algumas alterações sobre as expectativas do investidor e não à alteração das circunstâncias prevista no artº437 do CC, uma vez que não existe uma anormalidade da alteração nem, um vínculo contratual que justificasse a existência de uma imprevisibilidade na conclusão do contrato. O único contrato existente neste caso é entre a entidade gestora e a emitente.

Nestes casos, o sócio deve ter o direito de apartar-se da sociedade mediante uma contrapartida quando não queira submeter-se à vontade majoritária e manter-se vinculado àquela relação social ²⁸⁸.

De facto, a proibição de compelir alguém a manter-se vinculado numa sociedade contra a sua vontade deriva não só da faceta negativa do princípio da liberdade de associação, patente no artº46/3 da CRP, evidenciando-se neste direito fundamental, a importância dada à “preservação da esfera de autodeterminação de cada pessoa na condução concreta da sua vida, com recusa (...) de atos contrários à sua vontade”²⁸⁹, como também, da vertente negativa da liberdade de iniciativa económica que preconiza a “liberdade de renunciar ao exercício de atividade económica em sociedade”²⁹⁰, especialmente nos casos em que se revela difícil a saída do sócio da sociedade mediante a transmissibilidade das participações sociais ou quando não seja razoável exigir a permanência do sócio na sociedade face a alterações significativas na sociedade, como seria nos casos de *delisting*.

Foi previamente questionado se o direito de saída se podia fundamentar na garantia constitucional do direito de propriedade, abrangendo a admissão de ações em mercado regulamentado²⁹¹.

Tendo-se entendido a este propósito, que esta garantia constitucional apenas protege a sua participação na empresa enquanto sócio e como parte integrante da sociedade e não a sua qualidade de investidor.

Não tutelando o direito de propriedade o valor de mercado das ações, a sua circulabilidade ou a sua possibilidade de alienação em mercado regulamentado.

Desta forma o *delisting* não viola o direito de propriedade.

Apesar de ser incontestável que admissão a mercado regulamentado influencia diretamente na cotação das ações, reconhece-se que a exclusão da cotação não contende um obstáculo à venda das ações.

²⁸⁸ Armando Manuel Triunfante, A tutela das minorias nas sociedades anónimas - Direitos individuais (Coimbra editora, 2004), 288–90; Oliveira, «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais», 2, 551–52.

²⁸⁹ Jorge Miranda, «Juízes, liberdade de associação e sindicatos | Direito e Justiça», 2015, 278.

²⁹⁰ Abreu, *Curso de direito comercial*, II:403.

²⁹¹ Neste sentido, encontramos a decisão do tribunal superior Alemão (*Bundesgerichtshof*) quanto ao caso Macroton de 25 Novembro de 2002. Onde apesar de entender que o *delisting* não tem um impacto na estrutura interna da sociedade ou nos direitos administrativos dos acionistas, exige a necessidade de deliberação da AG com base nesta garantia constitucional, abarcando este direito a propriedade sobre as ações, o seu valor de mercado, a sua possibilidade de venda, e a sua fungibilidade, equacionando o *delisting* como uma expropriação parcial.

Os impactos negativos residem primariamente na redução da facilidade de venda e na liquidez das mesmas.

Ademais, os acionistas continuam a deter na sua posse as referidas ações bem como os direitos inerentes aos acionistas.

Por outras palavras, o funcionamento do mercado e a exclusão da cotação em “bolsa” está fora do âmbito deste direito constitucional²⁹².

7.2) Da admissibilidade da conceção de um direito de exoneração em caso *delisting* :

É também dos princípios constitucionais da liberdade de associação e da liberdade de iniciativa económica, de que decorre o direito de exoneração, tendo este também como fundamento, a existência de uma alteração das circunstâncias do conjunto de fatores que constituiu base da sua decisão de entrar na sociedade.

Sobretudo quando haja mudanças profundas no seio societário, como será a concentração da estrutura acionista e a exclusão da cotação.

O direito de exoneração, não é “propriamente um direito de subjetivo autónomo, mas antes um poder jurídico, que integra funcionalmente o direito subjetivo complexo do sócio - o direito social”²⁹³.

Trata-se, portanto, de um direito inerente à qualidade de sócio, sendo concebido como um direito potestativo²⁹⁴.

O seu exercício implica o poder de alterar unilateralmente a ordem jurídica, sendo irrenunciável²⁹⁵ e inderrogável. Mediante este direito o sócio pode desvincular-se unilateralmente da sociedade, conforme, o que se encontrar previsto pela lei ou pelos estatutos societários, extinguindo assim a relação societária²⁹⁶.

²⁹² Neste sentido, encontramos da decisão do tribunal constitucional Alemão (*Bundesverfassungsgericht*) quanto ao caso Lindner de 2012.

²⁹³ Vasconcelos, A participação social nas sociedades comerciais, 237.

²⁹⁴ Em sentido contrário, Daniela Baptista entende não se tratar de um direito potestativo, não pondo a sociedade num estado de sujeição pois esta pode revogar o acordo que fundamenta o direito de exoneração. Daniela Baptista, *O Direito de Exoneração dos Accionistas - Das suas causas* (Coimbra Editora, 2005), 151.

²⁹⁵ É irrenunciável de forma *ex ante*, ou seja, através da inclusão de cláusulas que neguem este direito, contudo, entende Tiago Soares da Fonseca que perante um caso concreto, aí o sócio já pode renunciar ao seu direito. Tiago Soares Da Fonseca, «O direito de exoneração do sócio no código das sociedades comerciais» (universidade de lisboa, 2006), 14.

²⁹⁶ António Menezes Cordeiro, *Tratado de direito civil português- I parte geral*, 2º (Almedina, 2000), 171; Fonseca, «O direito de exoneração do sócio no código das sociedades comerciais», 9.

As causas legais relativas ao direito de exoneração relacionam-se com a realização de uma deliberação social que poderá modificar a organização societária, conferindo-se um direito de saída ao sócio por causas imputáveis à própria sociedade²⁹⁷.

No entanto, o direito de exoneração não se encontra expressamente previsto para as sociedades anónimas no CSC²⁹⁸, não havendo um tratamento unitário legal quanto a esta questão.

Este facto tem subjacente, a ideia de que a livre transmissibilidade de ações que caracteriza este tipo legal, é um mecanismo suficiente ao alcance dos sócios quando discordem com as deliberações sociais e da forma como a gestão societária é conduzida.

Considerando o legislador que estes têm como sucedâneo do direito de exoneração, o instituto da alienação potestativa do artº490 do CSC.

No entanto, como pudemos constatar, a livre transmissibilidade de ações não significa que o sócio conseguirá sempre quando pretender, alienar as suas ações e em condições que valorizem o investimento efetuado.

Além disso, o direito de exoneração não se confere consoante a detenção de uma certa percentagem do capital social, como acontece com o instituto da aquisição e alienação potestativa.

Nestes últimos, os acionistas minoritários só podem exercer o seu direito, caso a sociedade dominante detenha uma percentagem qualificada do capital social artº490/1 do CSC.

Notando-se logo que os seus requisitos, não são de todo iguais, sendo a saída do sócio pela alienação potestativa mais difícil de se concretizar, pois, estará dependente de terceiros, não sendo um direito que possa ser exercido unilateralmente.

Assim, admitir que esta característica é suficiente para este tipo societário é gerador de imprevisibilidade para os investidores e, como pudemos observar anteriormente, geradora de efeitos nefastos para o mercado e os seus participantes.

²⁹⁷ Fonseca, «O direito de exoneração do sócio no código das sociedades comerciais», 139.

²⁹⁸ Contudo, já a propósito das sociedades anónimas europeias que, para além de estarem sujeitas ao seus próprios regulamentos, estatutos e, ao direito interno específico para este tipo sociedade, também estão sujeitas ao regime comum das sociedades anónimas, a estas já lhes é previsto um direito de exoneração aos “sócios que votaram contra uma decisão de fusão da sociedade anónima com vista à constituição de uma sociedade anónima europeia, de constituição de uma sociedade anónima europeia gestora de participações sociais ou de transferência da sede estatutária da sociedade anónima europeia para outro Estado membro da União” (preambulo do DL nº2/2005 de 4 Janeiro, especificamente nos seus artº7 e 11º).

No entanto, a previsão de um direito de exoneração neste tipo de sociedades e não, às típicas sociedades anónimas, prende-se com o intuito de conceber uma proteção adicional aos sócios das sociedades anónimas europeias, que são suscetíveis a maiores prejuízos decorrentes das operações transnacionais inerentes a este tipo societário, que podem implicar a mudança da ordem jurídica aplicável.

Por outro lado, a maioria da doutrina entende que se pode aplicar analogamente as causas legais constantes da parte geral às sociedades anónimas.

Como argumentos a favor da sua extensão encontramos, como exemplo, os proferidos por João Espírito Santo²⁹⁹.

Na ótica deste autor, as causas previstas na parte geral nem sempre são uma garantia de aplicabilidade a todos os tipos societários, podendo haver motivos particulares inerentes ao tipo societário que podem derogar a aplicação das normas da parte geral, ora, não existindo nenhuma norma derogatória no regime das sociedades anónimas entende que, poder-se-á estender essas causas legais às sociedades anónimas.

Além disso, também profere que o agora revogado artº135/2 do CSC, ao ter mencionado que a escritura pública de transformação deveria indicar os sócios que se exoneraram, o montante de liquidação das respetivas partes sociais, bem como, o valor atribuído a cada ação, demonstrava e fazia subentender que a parte geral também se aplicava às sociedades anónimas.

Neste sentido, apesar de não vermos nenhum impedimento de aplicar analogamente as causas gerais de exoneração para as sociedades anónimas, contudo, nenhuma destas causas se reporta aos casos em que a sociedade decida voluntariamente revogar a sua admissão a negociação.

Por essa razão, entendemos que por força da autonomia privada e da liberdade negocial e dado que o silêncio normativo não significa uma proibição, nada impediria a estatuição no pacto social de cláusulas estatutárias de exoneração (atípicas), ressalvando, no entanto, que estas não podem contrariar as disposições legais imperativas sob pena de serem tidas como nulas.

Esta também foi uma questão que foi foco de debate originando divergências doutrinárias quanto à sua admissibilidade.

Em sentido negativo, afirmam os autores, a superfluidade da sua admissibilidade tendo em conta a livre transmissibilidade de ações, o interesse público na conservação do ente social e, o facto de a sua previsão nestas sociedades contrariar a lógica de cada sócio responder apenas pelas suas entradas pois, faria recair sobre os restantes sócios diversos ónus. Além disso, seria especialmente gravoso para a sociedade subjugá-la a que, a

²⁹⁹ João Espírito Santo, «Exoneração do sócio no direito societário-mercantil português» (faculdade de direito de lisboa, 2011), 764.

qualquer momento, esta ficasse sujeita ao risco de ter que desembolsar grandes quantias³⁰⁰.

Concluindo estes autores, que não é de admitir a previsão em cláusulas estatutárias, causas de exoneração fora dos casos previstos em lei.

A favor da sua admissibilidade, encontramos como argumentos³⁰¹ a operabilidade dos princípios da autonomia privada e da liberdade contratual desde que não se contrariem normas imperativas.

A realidade é que a livre transmissibilidade de ações nem sempre significa a facilidade na sua alienação e até a sua efetiva alienação.

Muitas das vezes, esta depende de fatores exógenos à vontade dos sócios e, no caso de sociedades com ações admitidas em mercado regulamentado, apesar de ser mais fácil de as alienar do que se tratasse de sociedades fechadas, nem sempre existe a garantia de que o sócio encontre adquirentes para sua participação social ou que consiga um preço justo para a sua aquisição.

Perante estas situações, refere Pedro Pais de Vasconcelos³⁰², que não era raro haver litígios sociais uma vez que os sócios não conseguindo alienar as suas ações, forçavam as sociedades ou os seus sócios por via de litígios, a adquirirem as suas ações, conseqüentemente, começou-se a incluir um direito de exoneração sobretudo em acordos parassociais.

Sendo raras as ocasiões em que encontrávamos estatutariamente previsto este direito nas sociedades anónimas.

Em conclusão, acreditamos que não há impedimento para aplicar as causas de exoneração previstas nos diversos tipos societários às sociedades anónimas.

Para além disso, nada impede a estipulação de cláusulas estatutárias com base na autonomia privada e contratual, conferindo um direito de exoneração ao sócio para situações específicas que não se encontrem previstas no CSC.

³⁰⁰ António Menezes Cordeiro, Manual de direito das sociedades- Das sociedades em especial, Reimpressão da 2ª edição, vol. II (Almedina, 2017), 711–12; António Ferrer Correia, «A nova sociedade por quotas de responsabilidade limitada do Direito Português», Coleção Scientia Iuridica, 1986, 363; Triunfante, A tutela das minorias nas sociedades anónimas - Direitos individuais, 318; Paulo Olavo Cunha, Direito das sociedades comerciais, 7ª (Almedina, 2019), 415; João Labareda, Das ações das sociedades anónimas (AAFDL, 1988), 308–9.

³⁰¹ Abreu, *Curso de direito comercial*, II:403–4; Santo, «Exoneração do sócio no direito societário-mercantil português», 763–76; Luis Brito Correia, *Direito Comercial- Sociedades comerciais*, vol. II (AAFDL, 1989), 458; Vasconcelos, *A participação social nas sociedades comerciais*, 242; Fonseca, «O direito de exoneração do sócio no código das sociedades comerciais», 198–202.

³⁰² Vasconcelos, *A participação social nas sociedades comerciais*, 242.

Especialmente, considerando que se trata de uma sociedade cotada onde nem sempre a livre transmissibilidade de ações ocorre nos termos expectáveis, fruto de diversos fatores e tendo estas as suas próprias especificidades que divergem dos restantes tipos legais societários.

Em relação ao caso específico de conceder um direito de exoneração aos dissidentes de uma deliberação de *delisting*, considerando a atual proteção jurídica aos dissidentes em situações de *delisting* (artº251-F/3 do CVM), acreditamos que não se justifica a concessão de um direito adicional de exoneração para a mesma circunstância.

Pois cremos que resultaria numa duplicidade de direitos para a mesma situação jurídica.

8) Conclusão:

Esta dissertação pretendeu fornecer uma análise geral das operações que levam à saída do mercado regulamentado, com um foco específico no *delisting* de ações.

Observámos que os motivos subjacentes a cada uma dessas transações e operações são muitas vezes convergentes.

Discutimos a sua admissibilidade tanto sob o enquadramento jurídico anterior como após a revisão do código de valores mobiliários.

Identificámos os vários prejuízos para os acionistas minoritários que acarretava recorrer às alternativas disponíveis, para conseguir alcançar o mesmo objetivo, elogiando, portanto, a consagração expressa da exclusão da cotação a pedido da emitente.

Abordámos os sistemas de negociação multilateral como uma alternativa benéfica para empresas promissoras que não possuem capital suficiente para a cotação em mercado regulamentado, apresentando-se como uma alternativa ao crédito bancário.

Ao longo da dissertação também destacámos a importância dos deveres de informação e os vários níveis em que estes tocam.

Finalmente, ao discutir os fundamentos da proteção dos investidores, percebemos a necessidade de proteger os acionistas minoritários face a decisões societárias legalmente tomadas que afetam a sua posição de investidor e as suas expectativas de manutenção em negociação.

Concluimos que o legislador falhou ao não prever esta admissibilidade no enquadramento normativo anterior, acreditando erroneamente que a simples livre transmissibilidade de ações inerente às sociedades anónimas seria suficiente para proteger os acionistas minoritários.

9) Bibliografia consultada:

- Abreu, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de direito comercial*. 6º. Vol. II. Almedina, 2019.
- . *Governança das sociedades comerciais*. Almedina, 2006.
- . «Retalhos (jurídicos) sem cosedura» 22, n.º 11 (2019).
- Abreu, Miguel E. Cancela de. «Private benefits of control-Do aproveitamento pessoal do controlo». *Revista de direito das sociedades* 15 (2016).
- Aguiar, Conceição. «SOBRE A PERDA DA QUALIDADE DE SOCIEDADE ABERTA», sem data, 12.
- Almeida, António Pereira. *Estudos em homenagem ao professor doutor Manuel Pita- o mercado regulamentado e sistemas de negociação multilateral*. Almedina, 2022.
- . «Liber Amicorum- Aquisição potestativa versus alienação potestativa», 2023.
- . *Sociedades comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados*. 7º. Vol. 2. 2 vols. Coimbra editora, 2013.
- . *Sociedades comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados*. Vol. II, 2022.
- Altman, Edward, Edith Hotchkiss, e Wei Wang. *Corporate financial distress, restructuring, and bankruptcy*. 4º. Wiley finance series. John Wiley & Sons, 2019.
- Alves, Carlos Francisco. *Empresas orientadas para os shareholders e empresas orientadas para os stakeholders*. Almedina, 2020.
- Andrade, Ana Cristina Leite de. «O duplo requisito legal da aquisição potestativa no âmbito do regime mobiliário», 2017.
<http://repositorio.ulusiada.pt/handle/11067/3595>.
- Antunes, José Engrácia. *A aquisição tendente ao domínio total- da sua constitucionalidade*. Coimbra editora, 2001.

———. *Estudos em comemoração dos cinco anos (1995-2000) da faculdade de direito da universidade do porto- O artigo 490º do CSC e a Lei Fundamental- «Propriedade corporativa», Propriedade Privada, Igualdade de Tratamento.* Coimbra editora, 2001.

Araújo, Fernando. *Introdução à economia I.* 4º. Vol. I. AAFDL, 2021.

———. *Introdução à economia II.* 4º. AAFDL, 2022.

———. *Teoria económica do contrato.* Almedina, 2007.

Ascensão, José de Oliveira. *Teoria geral do direito civil- Acções e factos jurídicos.* Vol. III. Lisboa, 1992.

Aslan, Hadiye, e Praveen Kumar. «Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46, n.º 02 (abril de 2011): 489–526. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000761>.

Azevedo, Luísa. «Directiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF): desafios», 2007.

Balios, D., N. Eriotis, S. Missiakoulis, e D. Vasiliou. «Delisted versus Voluntary Delisted versus Remain Listed: An Ordered Analysis». *Applied Economics Letters* 22, n.º 1 (2 de janeiro de 2015): 66–70. <https://doi.org/10.1080/13504851.2014.927559>.

Bancel, Franck, e Usha R. Mittoo. «Why Do European Firms Go Public?» *European Financial Management* 15, n.º 4 (setembro de 2009): 844–84. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00501.x>.

Baptista, Daniela. *O Direito de Exoneração dos Accionistas - Das suas causas.* Coimbra Editora, 2005.

Bessler, Wolfgang, Johannes Beyenbach, Marc Steffen Rapp, e Marco Vendrasco. «Why Do Firms Down-List or Exit from Securities Markets?» *Review of Managerial Science*, 14 de junho de 2022. <https://doi.org/10.1007/s11846-022-00554-4>.

- Bhutoria, Pujit. «From Public To Private: Delisting 101», 23 de julho de 2020. <https://www.smallcase.com/blog/public-to-private-delisting-101/>.
- Borba, Sandra Cristina Ferreira. «A tutela dos acionistas nas fusões- as sociedades abertas em especial», 2009.
- Botelho, Gustavo de Sousa. *O direito de exoneração do acionista minoritário- A saída da sociedade cotada após a transferência de controlo como manifestação do principio da igualdade entre acionistas*. Almedina, 2014.
- Botelho, Maria de Deus, Mafalda dos Santos Mondim, Inês Serrano de Matos, Luís Correia Araújo, Susana Azevedo Duarte, Filipe Domingues Cerqueira Alves, João Miranda Poças, e Ana Raquel Frada. *Questões de tutela de credores e de sócios das sociedade comerciais*, 2013.
- Brealey, Richard A., e Stewart C. Myers. *Princípios de finanças empresariais*. 5º. McGraw- Hill, 1999.
- Cadernos do mercado de valores mobiliários: 20 anos do código dos valores mobiliários*. Almedina, 2021.
- Caiado, Aníbal Campos, e Jorge Caiado. *Gestão de instituições financeiras*. 3º. Edições sílabo, 2018.
- Câmara, Paulo. *Estudos em honra de João Soares Da Silva- Governação societária e influência acionista: sinais de mudança*. Almedina, 2021.
- . *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 4º. Coimbra: Almedina, 2018.
- Carabellese, Matthias Haentjens, Pierre de Gioia. *European Banking and Financial Law 2e*. 2.ª ed. London: Routledge, 2020. <https://doi.org/10.4324/9781315173764>.
- Chandy, P. R., Salil K. Sarkar, e Niranjan Tripathy. «Empirical Evidence on the Effects of Delisting from the National Market System». *Journal of Economics and*

Finance 28, n.º 1 (1 de março de 2004): 46–55.
<https://doi.org/10.1007/BF02761454>.

Código das sociedades comerciais em comentário. 2.º. Vol. VII (artigos 481º a 545). nº7.
Almedina, 2021.

Coelho, Milena Portela Diniz. «Ofertas públicas em geral no regime jurídico português e breves considerações sobre o tratamento da matéria à luz do ordenamento brasileiro». universidade de lisboa, 2008.

Cordeiro, António Barreto Menezes. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2.º.
Almedina, 2019.

Cordeiro, António Menezes. *Código das sociedades comerciais anotado*. 5.º. Almedina, 2022.

———. *Da boa fé no direito civil*. Vol. 1. Almedina, 1984.

———. «Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total (artigo 490.º, nº3, do Código das Sociedades Comerciais)», Boletim do ministério da justiça, n.º 480 (1999).

———. «Da tomada de sociedades (takeover): Efectivação, Valoração e técnicas de defesa». *Separata da revista da ordem dos advogados*, n.º Ano 54-III (1994).

———. *Manual de direito das sociedades- Das sociedades em especial*. Reimpressão da 2º edição. Vol. II. almedina, 2017.

———. *Tratado de direito civil português- I parte geral*. 2º. Almedina, 2000.

Correia, António Ferrer. «A nova sociedade por quotas de responsabilidade limitada do Direito Português», Coleção Scientia Iuridica, 1986.

Correia, Luis Brito. *Direito Comercial- Sociedades comerciais*. Vol. II. AAFDL, 1989.

Croci, Ettore, e Alfonso Del Giudice. «Delistings, Controlling Shareholders, and Firm Performance in Europe». SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY, 26 de novembro de 2011. <https://papers.ssrn.com/abstract=1548515>.

- Cunha, Paulo Olavo. *Direito das sociedades comerciais*. 7º. Almedina, 2019.
- . *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as ações privilegiadas*. Almedina, 1993.
- Dasilas, Apostolos, Chris Grose, e Theodoros Spyridis. «Wealth effects of delistings announcements in Europe». *Investment Management and Financial Innovations* 14 (31 de março de 2017): 67–79. [https://doi.org/10.21511/imfi.14\(1\).2017.07](https://doi.org/10.21511/imfi.14(1).2017.07).
- Deloof, Marc, Sophie Manigart, Hubert Ooghe, e Cynthia Van Hulle. *Corporate finance*. Intersentia, 2021.
- Doidge, Craig, G Andrew Karolyi, e Rene M Stulz. «Why Do Foreign Firms Leave U.S. Equity Markets?», 2010.
- «Dual Class Stock: The Shades of Sunset | CLS Blue Sky Blog», 19 de novembro de 2018. <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/11/19/dual-class-stock-the-shades-of-sunset/>.
- Duarte, Gonçalo, Francisco Coelho, e João Lousada. «Reestruturação societária».
- Duarte, Rui Pinto. *Tipicidade e atipicidade dos contratos*. Coleccção teses. Almedina, 1998.
- Dudnick Detwiler Rivin & Stikker LLP. «“Going Dark” – A Process for Delisting and Deregistration of Public Company Securities». Acedido 4 de dezembro de 2023. <https://www.ddrs.com/going-dark-a-process-for-delisting-and-deregistration-of-public-company-securities/>.
- Easley, David, e Maureen O’hara. «Information and the Cost of Capital». *The Journal of Finance* 59, n.º 4 (2004): 1553–83. <https://www.jstor.org/stable/3694871>.
- Easterbrook, Frank H., e Daniel R. Fischel. «Corporate Control Transactions». *The Yale Law Journal* 91, n.º 4 (março de 1982): 698. <https://doi.org/10.2307/796036>.

Fernandes, Abel L. Costa, Paulo R. Mota, Carlos F. Alves, e Manuel Duarte Rocha. *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*. 4º. Almedina, 2022.

Ferreira, Amadeu José. *Direito dos Valores Mobiliários*, 1997.

Ferreira, Juliano. «Sociedade com o capital aberto ao investimento público: relevância da lei pessoal na aquisição e perda da qualidade de sociedade aberta». *Revista de direito das sociedades*, n.º 2 (ano IX de 2017). <https://blook.pt/publications/fulltext/391680bd7609/>.

Ferreira, Manuel Requicha. «Mecanismos “facilitadores” da cessão de controlo de sociedades cotadas». faculdade de direito de lisboa, 2011.

———. «Perda da qualidade “sociedade aberta”». universidade de lisboa, 2007.

Figueiredo, André. «O princípio da proporcionalidade e a sua expansão para o direito privado», Vol. II. Almedina, 2008.

Fonseca, Tiago Soares Da. «O direito de exoneração do sócio no código das sociedades comerciais». universidade de lisboa, 2006.

Frada, Manuel A. Carneiro, e Diogo Costa Gonçalves. «Perda da qualidade de sociedade aberta : delisting de ações e tutela dos acionistas minoritários». *Revista de direito das sociedades*, ano VII de 2015.

Freire, Tiago. «Bolsa Portugal é um mercado com muitas ‘penny stocks’, fruto da desvalorização e dos aumentos de capital realizados. Conheça os prós e contras e a solução ‘reverse stock-split’.» *Diário económico*, 2015.

«FREQUENTLY ASKED QUESTIONS RELATING TO GOING DARK», 2022.

Fried, Jesse M. «Firms Gone Dark». *The University of Chicago Law Review* 76, n.º 1 (2009): 135–60. <https://www.jstor.org/stable/27654699>.

«"Going Dark" - Voluntary Delisting and Deregistration under the Securities Exchange Act of 1934 - The Attractions of the "Dark Side" | News & Resources | Dorsey», sem data. https://www.dorsey.com/newsresources/publications/2009/03/going-dark--voluntary-delisting-and-deregistrati__.

«Going Private and Going Dark - Structured Finance - United States», sem data. <https://www.mondaq.com/unitedstates/structured-finance/32565/going-private-and-going-dark>.

Gomes, José Ferreira. «A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima», 2013.

———. *Código do governo das sociedades anotado*. Almedina, 2012.

———. *Direito das sociedades cotadas*. 2º. AAFDL, 2023.

———. *Estudos dispersos- Direito mobiliário e Bancário*. Vol. 3. AAFDL, 2021.

———. *Estudos dispersos-Direito das sociedades*. Vol. 2. AAFDL, 2021.

———. *M&A aquisição de empresas e de participações sociais*. AAFDL, 2023.

———. «Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa». Em *Liber Amicorum*. Almedina, 2023.

Gomes, José Ferreira, e Diogo Costa Gonçalves. *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*. Vol. I. Lisboa: AAFDL, 2018.

Hirshleifer, David. «Managerial Reputation and Corporate Investment Decisions». *Financial Management* 22, n.º 2 (1993): 145. https://www.academia.edu/647606/Managerial_reputation_and_corporate_investment_decisions.

Hitz, Jörg-Markus, Stephanie Koch, e Florian Moritz. «Downlistings in European Exchange-Regulated Markets: The Role of Enforcement». *Journal of Accounting and Public Policy* 39, n.º 6 (1 de novembro de 2020): 106735. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2020.106735>.

Investopedia. «Business Cycle: What It Is, How to Measure It, the 4 Phases». Acedido 11 de novembro de 2023. <https://www.investopedia.com/terms/b/businesscycle.asp>.

Jensen, Michael C. «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers». *The American Economic Review* 76, n.º 2 (1986): 323–29. <https://www.jstor.org/stable/1818789>.

Jensen, Michael C., e William H. Meckling. «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure». SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY, 1 de julho de 1976. <https://doi.org/10.2139/ssrn.94043>.

Junior, Mário Engler Pinto. *Direito societário- Gestão e controle*. Saraiva, 2008.

Kashefi Pour, Eilnaz, e Meziane Lasfer. «Why Do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market?» *Journal of Banking & Finance* 37, n.º 12 (1 de dezembro de 2013): 4850–60. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.08.022>.

Labareda, João. *Das ações das sociedades anónimas*. AAFDL, 1988.

Lambert, Richard, Christian Leuz, e Robert E. Verrecchia. «Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital». *Journal of Accounting Research* 45, n.º 2 (2007): 385–420. <https://www.jstor.org/stable/4622036>.

Larenz, Karl. *Metodologia da ciência do direito*. 4º. Tradução Lamego José, 2005.

Leão, Emanuel, e Ricardo Barradas. *Mercados financeiros- Emoção e Razão*. Edições sílabo, 2023.

Leuz, Christian, Alexander Triantis, e Tracy Yue Wang. «Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations». *Journal of Accounting and Economics* 45, n.º 2–3 (agosto de 2008): 181–208. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.01.001>.

- Levitt, Arthur. «The Importance of High Quality Accounting Standards», 1997.
<https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1997/spch176.txt>.
- Lins, Karl V., Deon Strickland, e Marc Zenner. «Do Non-U.S. Firms Issue Equity on U.S. Stock Exchanges to Relax Capital Constraints?» *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40, n.º 1 (2005): 109–33.
<https://www.jstor.org/stable/27647188>.
- Lopes, Andreia Sofia Alves. «What Is a Probability of a Company Being Subject to Delisting in Iberia?», sem data, 66.
- Macey, Jonathan, Maureen O’Hara, e David Pompilio. «Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process». *The Journal of Law and Economics* 51, n.º 4 (novembro de 2008): 683–713.
<https://doi.org/10.1086/593386>.
- Macey, Jonathan R., Maureen O’Hara, e David Pompilio. «Down and Out in the Stock Market: The Law and Finance of the Delisting Process». SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY, 1 de abril de 2005. <https://doi.org/10.2139/ssrn.583401>.
- Magni, Domitilla, Ottorino Morresi, Alberto Pezzi, e Domenico Graziano. «Defining the Relationship Between Firm’s Performance and Delisting: Empirical Evidence of Going Private in Europe». *Journal of the Knowledge Economy* 13, n.º 3 (1 de setembro de 2022): 2584–2605. <https://doi.org/10.1007/s13132-021-00806-w>.
- Mann, Steven V., e Neil W. Sicherman. «The Agency Costs of Free Cash Flow: Acquisition Activity and Equity Issues». *The Journal of Business* 64, n.º 2 (1991): 213–27. <https://www.jstor.org/stable/2353063>.
- Manne, Henry G. «Mergers and the Market for Corporate Control». *Journal of Political Economy* 73, n.º 2 (1965): 110–20. <https://www.jstor.org/stable/1829527>.

- Manuel, Leonildo João Lourenço. *Mecanismos de proteção do investidor no mercado de valores mobiliários*. 1º. Where Angola, 2018.
- Marques, Afonso Serra. «O regime das ações com voto plural no novo código dos valores mobiliários», 2023.
- Marques, Elda. «Identificação dos acionistas, transmissão de informações, facilitação da participação em assembleias gerais e a receção do voto plural- breve apontamento». Em *Direito das empresas- reflexões e decisões*. Almedina, 2022.
- Martinez, Isabelle, e Stéphanie Serve. «Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda». *Journal of Economic Surveys* 31, n.º 3 (julho de 2017): 733–70. <https://doi.org/10.1111/joes.12170>.
- Martins, Alexandre de Soveral. *Administração de sociedades anónimas e responsabilidade dos administradores*. Almedina, 2020.
- Martins, António, Isabel Cruz, Mário Augusto, Patrícia Silva, e Paulo Gama Gonçalves. *Manual de gestão financeira empresarial*. Coimbra editora, 2009.
- Matias, Tiago Dos Santos. *Administração e governação das sociedades- Notas sobre a remuneração dos administradores, governo societário e empresas de investimento*. Almedina, 2020.
- Melo, Mariana. «O delisting- A sua admissibilidade no ordenamento jus-mobiliário português e a tutela das minorias». Universidade católica do porto, 2017.
- Mendes, Evaristo. «Aquisições potestativas no artigo 490 do CSC após a reforma de 2006 e procedimento justo». *V congresso Direito das sociedades em revista*, 2018.
- Mendes, Manuel Fragoso. «Squeeze-out and the protection of minority shareholders». *Revista de direito das sociedades*, n.º 2 (ano XIII de 2021).

- Min-Yu (Stella) Liao. «Corporate Governance and Delisting: Evidence from Emerging Markets». *Journal of Accounting & Finance (2158-3625)* 20, n.º 2 (abril de 2020): 178–91. <https://doi.org/10.33423/jaf.v20i2.2818>.
- Miranda, Jorge. «Juízes, liberdade de associação e sindicatos | Direito e Justiça», 2015. <https://revistas.ucp.pt/index.php/direitoejustica/article/view/9941>.
- «Mobilizar o mercado de capitais portugueses para o investimento e o crescimento». *Avaliação da OCDE do Mercado de Capitais de Portugal 2020*, sem data.
- Moniz, Jorge Botelho. *Guia da bolsa*. Artegra-P., sem data.
- Morgenstern, Marc, e Peter Nealis. «GOING PRIVATE: A REASONED RESPONSE TO SARBANES-OXLEY?», 2004.
- Morresi, Ottorino. «Leveraged Buyouts, Going Dark and the Change of the Trading Venue». *The Decision to Delist from the Stock Market*, 2018, 89. https://www.academia.edu/82830315/Leveraged_Buyouts_Going_Dark_and_the_Change_of_the_Trading_Venue.
- Morse, Geoffrey. *Palmer's company law*. 25º. Vol. 1. Sweet and Maxwell ; Thomson Reuters, 2009.
- Mota, António Gomes, e Cláudia Custódio. *Finanças da empresa- um guia para a análise e decisão de executivos*. Edições sílabo, 2021.
- Myers, Stewart C. «Determinants of Corporate Borrowing», 1976. <https://dspace.mit.edu/handle/1721.1/1915>.
- Neves, Rui Oliveira. «Aula de pós-graduação sobre ofertas públicas iniciais e Secondary Equity Offering». 27 de outubro de 2020.
- Nova economia hoje. «Sistema de Negociação Alternativo (ATS)», 27 de maio de 2022. <https://novaeconomiahoje.com/sistema-de-negociacao-alternativo-ats/>.

O pensamento jurídico de Menezes Cordeiro. Almedina, 2023.

Oliveira, Ana Perestrelo de. *Manual de corporate finance*. 2º. Almedina, 2020.

———. *Manual de governo das sociedades*. Reimpressão. Almedina, 2017.

Oliveira, Fabrício de Souza, e Vinícius José Marques Gontijo. «O voto plural: problemas em governança corporativa». *Direito das sociedades em revista* 28, n.º 14 (2022).

Oliveira, Madalena Perestrelo de. «Aula de pós-graduação sobre reestruturação de sociedades cotadas e saída do mercado regulamentado (delisting)». 4 de fevereiro de 2021.

———. *Código civil: livro do cinquentenário- Algumas notas em torno da «relação especial» e o reposicionamento das fronteiras da responsabilidade civil obrigacional*. Vol. II. Almedina, 2019.

———. «Going Dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração». *Revista de direito das sociedades*, ano VI de 2014.

———. «Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais». faculdade de direito de lisboa, 2021.

Ordem dos Advogados. «José João de Avillez Ogando - Os Deveres de Informação Permanente No Mercado de Capitais (*)», sem data. <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista-da-ordem-dos-advogados-roa/ano-2004/ano-64-vol-i-ii-nov-2004/artigos-doutriniais/jose-joao-de-avillez-ogando-os-deveres-de-informacao-permanente-no-mercado-de-capitais-star/>.

Osório, José Diogo Horta. *Da tomada do controlo de sociedades (takeovers) por leveraged buy-out e sua harmonização com o direito português*. Almedina, 2001.

Patel, Salem. «Why Do Companies Cross-List Their Shares on Multiple Exchanges?» *GFH Financial Group* (blog), 26 de julho de 2022. <https://gfh.com/insights/why-do-companies-cross-list-their-shares-on-multiple-exchanges/>.

- Patrão, Bernardo. «O leveraged buyout e o princípio da proibição de assistência financeira». Universidade católica do porto, 2019.
- Paulino, Eduardo, Margarida Torres Gama, e Inês Magalhães Correia. *Global legal insights- Initial public offering*. 2º. Global legal group Ltd, 2018.
- Paulino, Madalena Silvério. «Business judgment rule: enquadramento da figura no ordenamento jurídico português», 2021. <https://repositorio.ul.pt/handle/10451/48067>.
- Pena, Nuno Ricardo da. *Código dos valores mobiliários anotado e comentado*. 3º., 2019.
- Pereira, Jorge Manuel de Brito. «A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima», 2022. <https://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/40050>.
- Pires, César Manuel Ferreira. «A oferta pública de aquisição tendente ao domínio total». *Revista Científica da Universidade Lusófona do Porto* 2 (2007).
- Raposo, Clara. «Aula de pós-graduação sobre o objetivo da gestão financeira e a estrutura financeira da empresa». 12 de janeiro de 2021.
- Regado, Gabriela Baptista. «Transposição da DMIF I no ordenamento jurídico português». Universidade católica do porto, 2017.
- Reis, Joana dos Santos Rodrigues Soares dos. «O conflito entre interesses de curto prazo dos investidores institucionais e os interesses de longo prazo dos acionistas- A sua relação com a sustentabilidade da empresa». Universidade católica do porto, 2020.
- Reis, Nuno trigo dos, e Paula Costa e Silva. «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 de Valores Mobiliários* 1, n.º 51 (2015). <https://blook.pt/publications/fulltext/469a7e397b95/>.

Renneboog, Luc, Tomas Simons, e Mike Wright. «Why Do Public Firms Go Private in the UK? The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation». *Journal of Corporate Finance, Private Equity, Leveraged Buyouts and Corporate Governance*, 13, n.º 4 (1 de setembro de 2007): 591–628. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.04.005>.

«Report on the Proportionality Principle in the European Union- Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies». European Commission, 2007. <https://www.ecgi.global/projects/one-share-one-vote>.

«Reporting Company | Practical Law», sem data. [https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/I03f4d754eee311e28578f7ccc38dcbee/Reporting-Company?viewType=FullText&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/I03f4d754eee311e28578f7ccc38dcbee/Reporting-Company?viewType=FullText&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)).

Ribeiro, Carlos Manuel de Jesus e Sousa de Araújo. «Determinantes da estrutura de financiamento da empresa.» masterThesis, ISEG, 2001. <https://www.repository.utl.pt/handle/10400.5/22091>.

Ribeiro, Nuno André da Costa. «O Efeito-Controle no Prémio Pago em Tomadas de Posições Accionistas». faculdade de economia da universidade do porto, 2006.

Rocca, Maurizio La, Tiziana La Rocca, e Alfio Cariola. «Overinvestment and Underinvestment Problems: Determining Factors, Consequences and Solutions» 5, n.º 1 (2007).

Rodrigues, André Alfar. *Código dos valores mobiliários anotado e comentado*. 2.º. AAFDL, 2022.

———. *Manual de Private equity & Venture capital*. AAFDL, 2023.

- Rosenberry, Samuel L. «Listing and Delisting Securities on the New York Stock Exchange». *Virginia Law Review* 45, n.º 6 (1959): 897–906. <https://doi.org/10.2307/1070896>.
- Sanger, Gary C., e James D. Peterson. «An Empirical Analysis of Common Stock Delistings». *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 25, n.º 2 (junho de 1990): 261–72. <https://doi.org/10.2307/2330828>.
- Santo, João Espírito. «Exoneração do sócio no direito societário-mercantil português». Faculdade de direito de lisboa, 2011.
- Santos, André. «Os Sistemas de Negociação Multilateral: Uma Perspectiva Jurídica Actual». *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2012. <https://blook.pt/publications/fulltext/635de7fb6302/>.
- Santos, Gonçalo Castilho dos. *O conflito de interesses no direito societário e financeiro - A análise financeira e o conflito de interesses*, 2010.
- Santos, Hugo Moredo. «Aquisição tendente ao domínio total de sociedades abertas». Seminário de direito dos valores mobiliários, 2006.
- . *Transparência, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto*. Coimbra editora, 2011.
- Santos, João Vieira dos. «A união dos mercados de capitais e o sistema europeu de supervisão financeira». autoridade da concorrência, sem data.
- . *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech - Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*, 2022.
- Santos, Maria Amália Pereira Dos. *Temas de direito direito bancário e dos valores mobiliários*. Almedina, 2022.
- Saraiva, Rute Neto Cabrita e Gil. *Direito dos mercados financeiros: apontamentos*. 2.º. lisboa: AAFDL, 2018.

- Sardinha, Karine Meneses. «Fusões e aquisições : eficiência e transmissão indireta de empresas», 2021. <https://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/36712>.
- «SEC.gov | What does it mean to be a public company?», sem data. <https://www.sec.gov/education/capitalraising/building-blocks/what-does-it-mean-be-a-public-company>.
- Sequeira, Manuel José Resende Cardoso. «Benefícios privativos do controlo : proteção dos acionistas, oferta obrigatória e preço equitativo», 2016. <https://repositorio.ul.pt/handle/10451/26163>.
- Silva, Eduardo Sá, Carlos Mota, e Mário Queirós. *Decisões sobre Financiamento, Estrutura de Capital e Política de Dividendos*. Grupo Editorial Vida Económica, 2018.
- Silva, Frederico José Fernandes Ferreira Sousa e. «Ofertas públicas de aquisição obrigatórias : uma análise às alterações introduzidas pela lei n.º 99-a/2021, de 31 de dezembro», 2022. <https://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/39034>.
- Silva, Gilberto Loureiro Sónia. «“Cross-Delisting, Financial Constraints and Investment Sensitivities ”». *Núcleo de investigação em políticas económicas da universidade do Minho*, 2015.
- Silva, João Gomes da. «Ações próprias e interesse dos acionistas». *Revista da ordem dos advogados* II, n.º 60 (200AD).
- Silva, Paula Costa e. «Direito dos valores mobiliários», 2005.
- Simão, Jorge André Carita. «A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial», 2010.
- Sousa, Luís Laginha de. «AICEP – Revista Portugalglobal 168», outubro de 2023. <http://www.revista.portugalglobal.pt/AICEP/PortugalGlobal/portugalglobal-n168-out23/?page=38>.

- Sztajn, Rachel. «Conceitos de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários». *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, 2002.
- «Tiring of the Public Eye? Delisting, Deregistration and Going Private | Perkins Coie», sem data. <https://www.perkinscoie.com/en/pch-chapter-14.html>.
- Trindade, Manoel Gustavo Neubarth. *Análise econômica do direito dos contratos- Uma nova abordagem do direito contratual como redutor as falhas de mercado*. Thoth, 2021.
- Triunfante, Armando Manuel. *A tutela das minorias nas sociedades anónimas - Direitos individuais*. Coimbra editora, 2004.
- Turki, Hela, Senda Wali, e Younes Boujelbene. «The effect of IFRS mandatory adoption on the information asymmetry». Editado por Collins Gyakari Ntim. *Cogent Business & Management* 3, n.º 1 (31 de dezembro de 2016): 1209100. <https://doi.org/10.1080/23311975.2016.1209100>.
- Tutino, M, I C Panetta, e E Laghi. «Key Factors in Delisting Process in Italy: Empirical Evidence», 2013.
- Vasconcelos, Pedro Pais De. *A participação social nas sociedades comerciais*. 2º. Almedina, 2006.
- . «Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas». *Direito das sociedades em revista* 3 (março de 2010).
- Vaz, João Cunha. *A OPA e o controlo societário- A regra da não frustração*. Almedina, 2013.
- Vieito, João P., e Carlos P. Maquieira. *Finanças empresariais: Teoria e Prática*. 3º. Escolar editora, 2022.

- Virtuoso, Tomás, Ana Gouveia, e Ana Martins. «A União dos Mercados de Capitais: uma análise crítica», 2015.
- Weir *, C., D. Laing, e M. Wright. «Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private». *Applied Financial Economics* 15, n.º 13 (1 de setembro de 2005): 947–61. <https://doi.org/10.1080/09603100500278221>.
- «What Are the 4 Phases of the Business Cycle? (Plus Examples) | Indeed.Com». Acedido 11 de novembro de 2023. <https://www.indeed.com/career-advice/career-development/the-4-phases-of-the-business-cycle>.
- What is a cross-listing ?*, 2022. <https://www.youtube.com/watch?v=azidZkttN3Y>.
- Will, McDermott, e Emery-Dr Nikolaus von Jacobs. «Taking Advantage of the Consequences of Delisting or Downlisting in Germany». *Lexology*, 9 de setembro de 2015. <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=57679f61-5d69-472a-94d1-45877bf286df>.
- Winter, Jaap W., Jan Schans Christensen, José M. Garrido Garcia, Klaus J. Hopt, Jonathan Rickford, Guido Rossi, e Joelle Simon. «Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union». SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY, 10 de janeiro de 2002. <https://doi.org/10.2139/ssrn.315322>.
- Witmer, Jonathan L. «Why Do Firms Cross-(De)List? An Examination of the Determinants and Effects of Cross-Delisting». SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY, 15 de novembro de 2005. <https://doi.org/10.2139/ssrn.885503>.
- You, Leyuan, Ali M. Parhizgari, e Suresh Srivastava. «Cross-Listing and Subsequent Delisting in Foreign Markets». *Journal of Empirical Finance* 19, n.º 2 (1 de março de 2012): 200–216. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2011.11.005>.
- Zer, Ilknur, Alejandro Bernales, e Marcela Valenzuela. «Effects of Information Overload on Financial Markets: How Much Is Too Much?» *International Finance*

Discussion Paper, n.º 1372 (março de 2023): 1–45.
<https://doi.org/10.17016/ifdp.2023.1372>.

Zetzsche, Dirk A. «Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting». SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY, 29 de janeiro de 2014.
<https://papers.ssrn.com/abstract=2387712>.