

MORAIS LEITÃO
GALVÃO TELES, SOARES DA SILVA
& ASSOCIADOS

Revisão do Código dos Valores Mobiliários

Um roteiro

—

Exclusão voluntária de negociação
(*delisting*)



M
L

Glossário

AG

Assembleia Geral

CMVM

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Cód. VM

Código dos Valores Mobiliários atual

Cód. VM Revisto

Código dos Valores Mobiliários com as alterações decorrentes da Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro

OPA

Oferta Pública de Aquisição

Exclusão voluntária de negociação (*delisting*)



**RICARDO
ANDRADE AMARO**
SÓCIO
ramaro@mlgts.pt



HELDER M. MOURATO
ASSOCIADO PRINCIPAL
hmmourato@mlgts.pt

A exclusão voluntária de negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários (*delisting*) corresponde a um novo regime autónomo decorrente, em parte, do quadro normativo anteriormente estabelecido no Cód. VM.

Com efeito, o regime aplicável à exclusão voluntária de negociação assemelha-se ao anterior regime estabelecido no artigo 27.º, n.º 1, alínea a), do Cód. VM para a perda da qualidade de sociedade aberta: a exclusão deve ser deliberada com a aprovação de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e deve ser requerida à CMVM, ficando os acionistas que tenham votado desfavoravelmente com um direito “de exoneração”, cuja contrapartida deve ser calculada com recurso a regras aplicáveis no domínio da OPA obrigatória.

Para além da sistematização e da autonomização do regime, a novidade assinalável é o facto de a entidade adquirente das ações dos acionistas minoritários já não ter de ser necessariamente um acionista da sociedade, podendo agora ser um terceiro ou a própria sociedade.

O voto plural (uma novidade do Cód. VM Revisto) não pode ser exercido em deliberações da AG relativas ao *delisting*.



No domínio do Cód. VM, a matéria da exclusão voluntária de negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários (*delisting*) aparecia, não raro, associada à “perda da qualidade de sociedade aberta” regulada pelo disposto nos artigos 27.º e ss. daquele código.

Contudo, essa associação era discutível (e discutida), já que, por um lado, existiam sociedades anónimas que, não sendo sociedades abertas, tinham as respetivas ações admitidas à negociação em mercado regulamentado a funcionar em Portugal¹ e, por outro lado, existiam sociedades abertas sem que as respetivas ações se encontrassem admitidas à negociação em mercado regulamentado.

Deste modo, pese embora a “perda da qualidade de sociedade aberta” tivesse necessariamente por efeito a «imediata exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade»², poderia dar-se o caso de uma determinada sociedade pretender a exclusão da negociação em mercado, sem querer necessariamente perder, por causa disso, a qualidade de sociedade aberta, discutindo-se aí a que requisitos deveria a “mera” exclusão voluntária da negociação em mercado estar sujeita.

No âmbito do novo regime instituído pelo Cód. VM Revisto, desaparece a figura da “sociedade aberta” (e, por conseguinte, também a regulação sobre a “perda” dessa qualidade), sendo que a matéria da exclusão voluntária de negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários passa a ter regulamentação autónoma, devidamente sistematizada nos artigos 251.º-F e ss.

Apesar de, no domínio do regime anterior, ter ficado claro que uma coisa é a perda da qualidade

de sociedade aberta e que coisa diferente é a exclusão voluntária da negociação em mercado, vale a pena passar brevemente em revista o regime da perda da qualidade de sociedade aberta dos artigos 27.º e ss. do Cód. VM, uma vez que as soluções encontradas pelo Cód. VM Revisto em sede de exclusão voluntária de negociação têm vários pontos em comum com aquele regime.

Assim, nos termos do regime anterior, a perda da qualidade de sociedade aberta podia ocorrer nos seguintes casos: (i) se, na sequência de OPA, um acionista passasse a deter (diretamente ou por imputação) mais de 90% dos direitos de voto; ou (ii) por deliberação da AG nesse sentido (ou em assembleia de titulares de ações especiais e de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou aquisição de ações), aprovada por uma maioria de 90% ou mais do capital social (ou, relativamente a assembleias de titulares de ações especiais e de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou aquisição de ações, uma maioria correspondente a 90% ou mais dos valores mobiliários em causa); ou (iii) nos casos em que decorresse um ano sobre a exclusão da negociação das ações em mercado regulamentado, fundada na falta de dispersão pelo público³.

Nos casos de perda da qualidade de sociedade aberta em face de deliberação da AG, a sociedade emitente tinha de indicar um acionista que ficaria obrigado a: (i) adquirir, num prazo de três meses contados da decisão de deferimento da CMVM, os valores mobiliários pertencentes, nessa data, aos acionistas que não tivessem votado favoravelmente a deliberação; e, bem assim, a (ii) caucionar essa obrigação de aquisição por garantia bancária ou depósito em dinheiro⁴. A contrapartida da aquisição deveria ser calculada de acordo com o disposto no artigo 188.º do Cód. VM, relativo à contrapartida a pagar pelo

¹ Pense-se nas sociedades de direito estrangeiro admitidas à negociação em mercado regulamentado a funcionar em Portugal. Com efeito, apenas sociedades de direito português são suscetíveis de qualificação como sociedade aberta no domínio do Cód. VM.

² Cfr. artigo 29.º, n.º 2, do Cód. VM.

³ Cfr. artigo 27.º, n.º 1, do Cód. VM.

⁴ Cfr. artigo 27.º, n.º 3, do Cód. VM.

oferente pela aquisição de valores mobiliários realizada no âmbito de uma OPA obrigatória.

Finalmente, no regime anterior, a perda da qualidade de sociedade aberta poderia ser requerida à CMVM pela sociedade emitente (e, nos casos decorrentes de OPA, também pelo oferente)⁵, tornando-se eficaz a partir da publicação da decisão favorável da CMVM⁶. A decisão da CMVM deveria ser publicada, por iniciativa da sociedade, no boletim do mercado regulamentado onde os valores mobiliários estavam admitidos à negociação, sendo que, nos casos de perda da qualidade de sociedade aberta em face de deliberação da AG, a publicação deveria ainda referir os termos da aquisição dos valores mobiliários e ser repetida no fim dos primeiro e segundo meses do mencionado prazo de três meses para exercício do direito de alienação⁷. A readmissão dos valores mobiliários à negociação em mercado regulamentado ficava vedada pelo período de um ano⁸.

No novo regime estabelecido no Cód. VM Revisto, a exclusão voluntária de negociação em mercado regulamentado em Portugal – “ou em sistema de negociação multilateral” – de valores mobiliários requer, em primeiro lugar, que a mesma venha a ser deliberada em AG, com a aprovação de uma maioria de 90% ou mais “dos direitos de voto correspondentes ao capital social” (ou, relativamente a assembleias

de titulares de ações especiais admitidas à negociação em mercado regulamentado em Portugal ou negociadas em sistema de negociação multilateral e de outros valores mobiliários que confrim direito à subscrição ou à aquisição de ações, uma maioria correspondente a 90% ou mais dos valores mobiliários em causa).

Assim, manteve-se o princípio de que a aprovação da deliberação de exclusão de negociação requer uma maioria de 90% dos direitos de voto “existentes”, não bastando a aprovação por maioria de 90% dos direitos de voto que estejam “presentes ou representados” na AG.

No que se refere à proteção dos acionistas que não votem favoravelmente a deliberação de exclusão de negociação, mantém-se, em certa medida, o mecanismo que anteriormente se estabelecia no artigo 27.º do Cód. VM, no sentido em que a sociedade terá de indicar uma entidade que se obrigue a adquirir as ações de que tais acionistas sejam titulares, mantendo-se o prazo de três meses (contados da decisão de deferimento da CMVM) de que dispõem tais acionistas para exercer o direito de alienação.

Contudo, se anteriormente a entidade adquirente das ações daqueles acionistas minoritários tinha de ser um acionista da sociedade, no novo regime tal já não é necessariamente assim, porquanto a sociedade pode, em vez disso, indicar um terceiro ou declarar que irá adquirir ela própria as ações em causa (neste último caso, naturalmente, apenas se ainda o puder fazer, tendo em conta o regime das ações próprias estabelecido no Código das Sociedades Comerciais).

⁵ Cfr. artigo 27.º, n.º 2, do Cód. VM.

⁶ Cfr. artigo 29.º, n.º 2, do Cód. VM.

⁷ Cfr. artigo 28.º do Cód. VM.

⁸ Cfr. artigo 29.º, n.º 2, *in fine*, do Cód. VM.



A este propósito, cumpre ainda referir que, caso exista, o voto plural (novo regime instituído no Cód. VM Revisto) não pode ser exercido nas deliberações relativas à exclusão voluntária de negociação⁹.

Por outro lado, mantém-se, nesta sede, o princípio anterior da aplicabilidade do regime da contrapartida numa OPA obrigatória¹⁰.

Deliberada a exclusão, deve a mesma ser requerida à CMVM no prazo de 20 dias a contar da data da deliberação.

Cabe ainda notar que o caso em que um acionista passe a deter mais de 90% dos direitos de voto na sequência de OPA deixou de constituir um caso de exclusão automática de negociação¹¹. Com efeito, aquela circunstância, que passa a estar tratada somente nos artigos 194.º e ss. do Cód. VM Revisto, não é agora suficiente para determinar a exclusão de negociação, sendo necessário que o oferente da OPA ou o(s) acionista(s) minoritário(s) exerça(m) efetivamente o direito, respetivamente, de aquisição ou alienação potestativas conferido neste âmbito. A propósito, é ainda de referir que, de acordo com a nova versão do artigo 194.º do código, para que tais direitos potestativos se verifiquem, deixa de ser necessário que o

oferente da OPA, na sequência da mesma, atinja 90% dos direitos de voto e 90 % dos direitos de voto abrangidos pela oferta, bastando agora que se verifique o primeiro requisito¹².

Finalmente, importa também referir que a regra anteriormente estabelecida no artigo 29.º, n.º 2, *in fine*, do Cód. VM (readmissão à negociação em mercado regulamentado vedada pelo período de um ano) não transitou para o novo regime.

Assim, no que se refere à exclusão voluntária da negociação, entendemos essencialmente que o Cód. VM Revisto estabelece um regime autónomo, mais simples e mais claro, cujos traços principais correspondem, em resumo, ao seguinte: (i) a exclusão deve ser deliberada com a aprovação de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social; (ii) os acionistas que tenham votado desfavoravelmente beneficiam de um direito “de exoneração”; (iii) a contrapartida a pagar a tais acionistas em caso de exercício do direito deve ser calculada com recurso a regras aplicáveis à OPA obrigatória; (iv) a entidade adquirente das ações dos acionistas minoritários pode ser um acionista da sociedade, um terceiro ou a própria sociedade; (v) o voto plural não pode ser exercido nas deliberações da AG relativas à exclusão de negociação.

⁹ Conforme se estabelece no artigo 21.º-D, n.º 5, do Cód. VM Revisto.

¹⁰ Cfr. artigo 188.º *ex vi* artigo 251.º-F do Cód. VM Revisto.

¹¹ Como resultava anteriormente do disposto nos artigos 27.º, n.º 1, alínea a), e 29.º, n.º 2, do Cód. VM.

¹² Sendo que, quanto ao demais, se mantém o regime anterior, designadamente os prazos de três meses para o exercício dos direitos potestativos de aquisição/alienação das ações.

MORAIS LEITÃO
GALVÃO TELES, SOARES DA SILVA
& ASSOCIADOS

Com o cliente,
em qualquer lugar,
em qualquer
momento.



**MORAIS LEITÃO, GALVÃO
TELES, SOARES DA SILVA
& ASSOCIADOS**

LISBOA

Rua Castilho, 165
1070-050 Lisboa
T +351 213 817 400
F +351 213 817 499
mlgtslisboa@mlgts.pt

PORTO

Avenida da Boavista, 3265 – 4.2
Edifício Oceanvs
4100-137 Porto
T +351 226 166 950 - 226 052 380
F +351 226 163 810 - 226 052 399
mlgtsporto@mlgts.pt

FUNCHAL

Av. Arriaga, n.º 73, 1.º, Sala 113
Edifício Marina Club
9000-060 Funchal
T +351 291 200 040
F +351 291 200 049
mlgtsmadeira@mlgts.pt

mlgts.pt

ALC AVOGADOS

LUANDA

Masuika Office Plaza
Edifício MKO A, Piso 5, Escritório A/B
Talatona, Município de Belas
Luanda – Angola
T +244 926 877 476/8/9
T +244 926 877 481
geral@alcadvogados.com

alcadvogados.com

MDR AVOGADOS

MAPUTO

Avenida Marginal, 141, Torres Rani
Torre de Escritórios, 8.º piso
Maputo – Moçambique
T +258 21 344000
F +258 21 344099
geral@mdradvogados.com

mdradvogados.com

VPQ AVOGADOS

PRAIA

Edifício BAlcenter, 3.º esq.
Av. Cidade de Lisboa, Chã d'Areia
Praia – Cabo Verde
M +238 972 84 20
M +238 973 23 21
geral@vpqadvogados.com

vpqadvogados.com