

*A perda da qualidade de sociedade aberta  
(delisting de participações sociais): a tutela dos sócios  
minoritários, o direito de propriedade, e o dever  
de lealdade dos administradores das sociedades comerciais  
(com uma breve paragem em Macau e em Hong Kong)\**

DR. HUGO LUZ DOS SANTOS

SUMÁRIO: I) A colocação do problema: a perda da qualidade de sociedade aberta (delisting de ações) e a operação Public to Private (PTP): o estado da arte na doutrina e na jurisprudência nacional e estrangeira; II) A perda da qualidade de sociedade aberta (delisting de ações) e a tutela dos accionistas minoritários: os administradores das sociedades comerciais e os accionistas minoritários enquanto partes de uma relação obrigacional em sentido amplo sem deveres primários de prestação com eficácia de protecção para terceiros — os accionistas minoritários); III) A configuração genérica do dever de lealdade dos administradores das sociedades comerciais e dos accionistas maioritários em relação aos accionistas minoritários; IV) Coordenadas sistemáticas: o funcionamento do mercado dos valores mobiliários (mormente dos hedge funds e do fenómeno do empty voting) e a necessidade de defesa do direito de propriedade das participações sociais (artigo 62.º, n.º 1, da CRP e do artigo 4.º, da Lei Básica de Macau); IV.1) Coordenadas sistemáticas: a perda da qualidade de sociedade aberta e a desprotecção dos accionistas minoritários em face da disfunção sistémica operada pelos hedge funds: a teoria sistémica do direito (Teubner e Luhmann); IV.2) Coordenadas sistemáticas: a perda da qualidade de sociedade aberta e a resposta sistémica proposta pela doutrina (Manuel Carneiro da Frada/Diogo Costa Gonçalves/Madalena Perestrelo de Oliveira): a interpretação conjugada do artigo 27.º, n.º 1, alínea a) e do artigo 194.º e 196.º, do CVM; segue, a teoria sistémica do direito (Teubner e de Luhmann); V) As participações sociais como unidades de valor e o poder-dever dos accionistas minoritários de as negociar num mercado livre e regulamentado: o direito de propriedade como expressão da liberdade patrimonial; V.1) A inconstitucionalidade material do artigo 27.º, n.º 1, alínea a), do Código dos Valores Mobiliários (CVM), por violação do princípio da proibição do défice ou da insuficiência (artigo 2.º, da CRP, artigo

\* Este artigo segue as regras anteriores ao novo acordo ortográfico.

9.º, alínea b), da CRP, artigo 4.º, da Lei Básica de Macau), enquanto manifestação de uma protecção insuficiente ou deficitária do direito de propriedade das participações sociais (artigo 62.º, n.º 1, da CRP, e artigo 6.º, da Lei Básica de Macau) e do valor patrimonial que as incorpora; VI) O *Delisting* de participações sociais em Macau e em Hong Kong; a jurisprudência do Delaware Chancery Court (*MFW Shareholders Litigation*) em matéria da “maioria dos minoritários” (“majority of the minority”) e a sujeição das *Going-Private Transactions* à *entire fairness doctrine* – brevíssimas notas.

RESUMO: O presente artigo doutrinal colima-se à caracterização do *delisting* de acções e aos complexos problemas que dele se desdobram, tais como o dever de lealdade e o direito de propriedade das acções.

Este artigo doutrinal confere ainda uma (breve) visão panorâmica acerca da *tutela dos sócios minoritários*, em Macau e Hong Kong, mormente do ponto de vista da noção dogmática de “maioria da minoria”.

PALAVRAS-CHAVE: *Delisting* de participações sociais; Dever de Lealdade; Direito de Propriedade; Tutela dos Sócios Minoritários; Macau, Hong Kong Stock Exchange; Maioria da Minoria.

ABSTRACT: The present doctrinal article collimates to the analysis of the *delisting* of shares and, inherently, to the intricate and complex issues, which unfolds from it, such as the duty of loyalty and the property right of the shares.

Moreover, this paper provides a (brief) overview about the *minority stockholder protection* in Macau and Hong Kong, chiefly from the “majority of the minority” standpoint.

KEYWORDS: *Delisting* of shares; Duty of Loyalty; Property Right; Minority Stockholders Protection; Macau, Hong Kong Stock Exchange; Majority of the Minority.

### I) **A colocação do problema: a perda da qualidade de sociedade aberta (*delisting* de acções) e a operação *Public to Private* (PTP): o estado da arte na doutrina e na jurisprudência nacional e estrangeira**

A perda da qualidade de sociedade aberta (*delisting* de participações sociais) é uma questão candente no actual panorama doutrinário nacional e internacional.

De facto, sendo um tema complexo, convoca uma miríade de questões que se imbricam com aquela, desde a tendencial equiparação entre o universo de direitos participativos *inerentes* às participações sociais e o valor patrimonial que estas (participações sociais) radicam e transportam, de forma dinâmica, desde a sua negociação à sua aquisição; até ao direito de propriedade que, a montante, as agasalha (artigo 62.º, n.º 1, da CRP e artigo 6.º, da Lei Básica de Macau).

Por outro lado, e sobretudo, porque as participações sociais são, como acima se deixou antecipado, a expressão de um *valor patrimonial*, que se incorpora naquelas desde o momento da sua aquisição, é inarredável a referência (mais ou menos aturada) à *protecção dos accionistas minoritários*, que vêm a sua esfera jurídica ser beliscada pela perda da qualidade de sociedade aberta e, inerentemente, pela depreciação do valor patrimonial das suas participações sociais, causada directamente pela frustração das legítimas expectativas de negociabilidade das acções.

Com efeito, em face desse cenário (da perda da qualidade da sociedade aberta), faz-se mister saber se uma tal *saída* do mercado de Valores Mobiliários implica (melhor se diria, convoca) o *direito de exoneração dos accionistas minoritários* e, sendo admissível esse *direito de exoneração*, qual será a baliza valorativa dessas participações sociais.

Para já, importa respigar o essencial dos contributos doutrinários que emergiram recentemente no panorama nacional e, seguidamente, lançar um breve olhar sobre a jurisprudência alemã, sem olvidar o (incontornável) pano de fundo legal.

Com efeito, dispõe o artigo 27.º do Código dos Valores Mobiliários (doravante, CVM) que a perda da qualidade de sociedade aberta verifica-se quando: *i*) por decisão ou do accionista que, na sequência de uma OPA, tenha passado a deter mais de 90 % dos votos, imputados nos termos do artigo 20.º, n.º 1 (art. 27.º, n.º 1, alínea *a*), e n.º 2, do CVM); *ii*) por decisão da sociedade, deliberada em assembleia geral por uma maioria não inferior a 90 % do capital social e em assembleias dos titulares de acções especiais e de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou aquisição de acções por maioria não inferior a 90 % dos valores mobiliários em causa (artigo 27.º, n.º 1, alínea *b*), do CVM); *iii*) por decurso de um período superior a um ano de exclusão da negociação em Mercado regulamentado das acções da sociedade (artigo 27.º, n.º 1, alínea *c*), do CVM).

Na segunda hipótese assinalada, os accionistas minoritários gozam de *direito de alienação potestativa* das suas acções. É o que resulta do artigo 27.º, n.º 3 e 4, e do artigo 28.º, n.º 2, ambos do CVM. Deste modo, quando a sociedade comercial delibera a perda da qualidade de sociedade aberta deve indicar um accionista que se obriga a adquirir, no prazo fixado no artigo 27.º, n.º 3, do CVM, os valores mobiliários pertencentes aos accionistas dissidentes. O mesmo accionista deve caucionar o valor da contrapartida (avaliada nos termos do artigo 188.º, ex vi do artigo 27.º, n.º 4, do CVM), mediante garantia bancária ou depósito em dinheiro efectuada em instituição de crédito<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Ver, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA/DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda da qualidade de

A Comissão de Valores Mobiliários (CMVM) deve repetir a publicação da decisão de perda da qualidade de sociedade aberta<sup>2/3</sup> no primeiro e segundo meses (artigo 28.º, n.º 2, da CVM), a fim de garantir a maior publicidade para que os accionistas minoritários, querendo, exerçam em tempo o seu *direito de alienação potestativa*. Uma vez publicada a decisão favorável da CMVM, a perda da qualidade de sociedade aberta produz efeitos previstos no artigo 29.º, n.º 2, do CVM: a *exclusão* da negociação em mercado regulamentado das acções da sociedade e dos valores mobiliários que dão direito à sua subscrição ou aquisição. Por conseguinte, durante um ano, os títulos em causa não podem ser readmitidos a negociação (artigo 29.º, n.º 2, *in fine*, do CVM)<sup>4</sup>: nisto consiste o *delisting*.

Fala-se em *going-private transactions* ou *public to private (PTP)* para referir *todas* as transacções cujo resultado último implica a cessação definitiva da negociação de valores mobiliários em mercado (*delisting*). As operações PTP são, portanto, mais abrangentes do que a decisão de sair do mercado, embora seja o seu fim último. Entre transacções deste tipo contam-se, por exemplo, os *Leverage Buy Out (LBO)*, *Management Buyout (MBO)*, que são operações que acabam por conduzir ao mesmo resultado (a saída do mercado de valores mobiliários) uma vez que, regra geral, reduzem a dispersão das acções a um nível que não é admitido em mercado<sup>5</sup>.

Com o *delisting* as acções concentram-se, normalmente, nas mãos de menos investidores, que têm incentivos para controlarem a sua participação de capital,

sociedade aberta (*delisting* de acções) e tutela dos accionistas minoritários”, in: *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano VII (2015), Número 1, Director: António Menezes Cordeiro, p. 54.

<sup>2</sup> Segundo abalizada doutrina alemã, este conceito taxionómico engloba “*todas as manifestações de exclusão de negociação em bolsa*”; Ver, ROBERT GUTTE, *Das Reguläre Delisting Von Aktien*, München, (2006), pp. 24–25.

<sup>3</sup> A doutrina alemã tem-se debruçado sobre a razão de ser do *delisting*, na perspectiva da sociedade cotada, e concluiu que as empresas que não têm expectativas de crescimento e que estão *underrated*, recorrem, bastas vezes, ao *delisting*; neste sentido, KERSTIN GRUPP, *Going Private Transaktionem aus Sicht eines Finanzinvestors Spannungsfeld zwischen gesamtwirtschaftlichen Nutzen und Minderheitenschutz*, Augsburg, (2006), pp. 13–17; por outro lado, a mesma doutrina alemã, tem aludido, igualmente, à *frustração de expectativas* no aumento do preço das acções; aumento das acções, esse, que seria ocasionado pela cotação no mercado de valores mobiliários, DIRK ZETZSCHE, “Going Dark under the German Law. Towards an efficient regime for regular delisting”, in: *Center for Business and Corporate Law Research Paper Series*, (2008), pp. 3–4.

<sup>4</sup> Ver, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA/DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda de qualidade de sociedade aberta (*delisting* de acções) e tutela dos accionistas minoritários”, *cit.*, p. 54.

<sup>5</sup> Ver, MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “*Going dark*: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, in: *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano VI (2014), Números 3/4, Director: António Menezes Cordeiro, pp. 589–590.

evitando-se o *efeito de boleia*<sup>6</sup> na monitorização das acções. As transacções *public to private* (PTP) resultam, no fundo, numa *reunificação da propriedade e do controlo*, que levará a que os investidores tenham incentivos mais fortes para monitorizarem a administração. No entanto, com a saída do mercado regulamentado o accionista fica menos protegido, do ponto de vista da informação que lhe é disponibilizada e da liquidez das participações. Não se aplica às sociedades não cotadas (portanto, *sociedades fechadas*)<sup>7</sup> o dever de publicação integral de documentos de prestação de contas, o dever de auditoria às contas anuais e semestrais através de auditor registado na CMVM e o dever de prestar informação sobre factos relevantes<sup>8</sup>. Contudo, os accionistas controladores não ficam prejudicados com a saída do mercado porque conseguem obter informações por outras vias que não pelas regras da transparência. A saída do mercado pode, também, ser uma forma de defesa ou de evitar o lançamento de ofertas hostis sobre a sociedade. Por outro lado, seja qual for o motivo que se analise para a exclusão do mercado, nenhum deles colide, pelo menos de forma directa, com a manutenção da qualidade de sociedade aberta e com os seus benefícios, entre os quais se contam, *v.g.*, a igualdade de tratamento dos titulares de valores mobiliários emitidos que pertençam à mesma categoria (artigo 15.º, do CVM), os deveres de comunicação (artigo 16.º, do CVM) ou as regras de imputação de direitos de voto (artigo 20.º, do CVM). A referida doutrina entende, portanto, que poderá ser do interesse dos accionistas em optarem por requerer a saída do mercado, mantendo a qualidade de sociedade aberta, o que não seria possível se

<sup>6</sup> Do ponto de vista da *teoria económica do direito*, mormente na sub-espécie *economia comportamental*, os *agentes económicos* respondem a estímulos. Ou seja, o tipo de comportamento observado pelos restantes agentes económicos gera um efeito de saliência e disponibilidade que potenciam o seu fortalecimento: a análise do comportamento dos pares tende a influenciar a conduta individual, numa lógica de *efeito de manada*; Ver, com muito interesse, na doutrina norte-americana, J. CAMILLO CARDENAS/JEFFREY CARPENTER, “Behavioural Development Economics: Lessons from Field Labs in the Developing World”, in: *The Development Studies*, Volume 44, number 3, (2008), *passim*; JOHN B. DAVIS, *Economics Imperialism Under the Impact of Psychology: The case of Behavioral Development Economics*, Marquette University, (2012), *passim*; na doutrina portuguesa, RUTE SARAIVA, “Economia Comportamental do Desenvolvimento”, in: *Homenagem ao Prof. Doutor António José Avelãs Nunes, Boletim de Ciências Económicas*, Universidade de Coimbra, Coimbra, (2014), pp. 3163–3178.

<sup>7</sup> Sobre a descrição do regime jurídico das sociedades fechadas, ver, J. M. COUTINHO DE ABREU/RUI PEREIRA DIAS, “Sociedades Fechadas”, in: *Direito das Sociedades em Revista (DSR)*, Março de 2015, Ano 7, Volume 13, Almedina, Coimbra, (2015), pp. 15–41.

<sup>8</sup> Cf. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “*Going dark*: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, *cit.*, p. 595.

considerasse como única forma de alcançar um *delisting* voluntário a deliberação da perda de qualidade (artigo 27.º, n.º 1, alínea *b*), do CVM)<sup>9</sup>.

A partir daqui a aludida doutrina, em diálogo com a jurisprudência do B.G.H. alemão, perora sobre a necessidade de convocação, para esse efeito, de uma assembleia geral. Faremos uma referência, necessariamente sincopada e cingida aos seus aspectos essenciais, dessa jurisprudência, principalmente no que se refere ao caso *Macroton* e ao caso *Frosta*.

Um outro sector da doutrina nacional, polariza o seu enfoque analítico na hipótese de perda da qualidade de sociedade aberta por decisão do accionista maioritário (ou da sociedade) na sequência de uma OPA (artigo 27.º, n.º 1, alínea *a*) e n.º 2, do CVM). Com efeito, essa concreta hipótese, na óptica dessa doutrina, levanta especiais cuidados quanto à tutela dos accionistas minoritários. Uma análise sumária do artigo 27.º do CVM permite identificar ser esse um dos escopos fundamentais do regime da perda de qualidade de sociedade aberta. Todavia, a concreta articulação entre a tutela dispensada aos accionistas minoritários em sede de OPA e aquela que resulta do artigo 27.º do CVM não é isenta de dificuldades, remata essa doutrina<sup>10/11</sup>.

O núcleo irradiador dessas (fundadas) preocupações da doutrina parece radicar no facto de, de acordo com o desenho legal constante do artigo 27.º, n.º 1, alíneas *a*) e *b*), só na segunda hipótese (a positivada no artigo 27.º, n.º 1, alínea *b*), do CVM) é que assiste aos *accionistas minoritários* um *direito de alienação potestativa* das suas acções (artigo 27.º, n.º 3 e 4, e artigo 28.º, n.º 2, do CVM).

Como está bem de ver, o fio condutor da doutrina nacional, que vimos de referir, é a tutela dos accionistas minoritários.

No que se refere à tutela dos accionistas minoritários, têm sido apontados alguns acórdãos do *BGH* e alguns acórdãos do *BVerfGE*.

Com efeito, o quadro factual subjacente à *Makroton-Entscheidung*<sup>12/13</sup> era, a traço grosso, o seguinte: as acções da *Macroton AG* eram negociadas na *Frankfurter Börse* e na *Bayerischen Börse*. Apenas 1,07 % das acções ordinárias e 8%

<sup>9</sup> Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “*Going dark*: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, *cit.*, p. 596.

<sup>10</sup> Ver, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA/DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda de qualidade de sociedade aberta (delisting de acções) e tutela dos accionistas minoritários”, *cit.*, p. 54.

<sup>11</sup> Ver também, na doutrina italiana, com muito interesse, POMELLI ALESSANDRO, “Delisting di Società quotata tra interesse dell’azionista di controllo e tutela degli azionisti minoranza”, in: *Rivista delle Società*, ano 54, (2009), marzo-giugno, pp. 421-468.

<sup>12</sup> De 25.11.2002, *BGHZ* 153, 47; *ZIP*, (2003), 387-397.

<sup>13</sup> Sobre esta decisão, com muito interesse, na doutrina alemã, OLIVER ROTHLEY, “Aufgabe der Macroton-Grundsätze”, in: *GWR*, (2013), pp. 489 e ss; MICHAEL ARNOLD/VERA ROTHENBERG, “BGH-Entscheidung zum Delisting: Alle Fragen geklärt?”, in: *DSrR*, (2014), pp. 144-161; LARS

das acções preferenciais estavam em *free float*, i.e., em circulação no mercado. A assembleia geral autorizou a administração a pedir a revogação da admissão nos dois mercados e foi anunciado que o accionista maioritário tencionava fazer uma oferta de compra das acções comuns e preferenciais dos accionistas minoritários. A questão chegou ao BGH que definiu os padrões de protecção dos accionistas minoritários, impondo, para tal, cinco requisitos aplicáveis em caso de *delisting*: *i*) os accionistas decidem o *delisting* em assembleia geral convocada para o efeito; *ii*) é garantido um nível mínimo de informação na convocatória sobre a operação; *iii*) a decisão deve ser tomada por maioria simples; *iv*) o emittente ou o accionista maioritário é obrigado a fazer uma proposta de compra das acções dos accionistas minoritários; *v*) o preço da referida oferta é controlável judicialmente num procedimento especial de avaliação (*Spruchverfahren*)<sup>14</sup>.

O BGH, de forma a acentuar a *tutela dos interesses patrimoniais dos accionistas minoritários*<sup>15</sup>, fundou a necessidade de decisão (de *delisting*) da assembleia geral no § 14 Abs. 1 *Grundgesetz* (GG), ou seja, na garantia constitucional do direito de propriedade. Esta garantia, de acordo com o tribunal, não protege apenas o direito de propriedade sobre as acções, mas também o *valor de mercado* dessas acções e a *possibilidade* de as vender no mercado regulamentado em qualquer altura. Como a exclusão da cotação prejudica a fungibilidade das acções e esta é parte do *direito de propriedade*, a decisão de *delisting* seria o equivalente funcional a uma *expropriação parcial*, a não ser que haja uma compensação atribuída aos accionistas minoritários<sup>16</sup>.

Em 2012, o *Bundesverfassungsgericht* (BVerfGE) foi claro na sua decisão dos casos *Lindner* e *MVS*<sup>17</sup>, a garantia constitucional da propriedade privada não

KLHÖN, “Delisting– Zehn Jahre später/Die Auswirkungen von BVerfGE,” in: *NZG*, (2012), pp. 821 e ss.

<sup>14</sup> Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Going dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, *cit.*, p. 599.

<sup>15</sup> E desviando-se, de algum modo, do roteiro jurisprudencial perfilhado na decisão *Holzmueller*, do ponto da negação da natureza administrativa dos *direitos sociais* dos accionistas minoritários, cfr. *BGHZ* 83, 122. Ver, com muito interesse, M. LÖBBE, “Corporate Groups: Competences of the Shareholders’ Meeting and Minority Protection – the German Federal Court of Justice’s recent *Gelatine* and *Macroton* Cases Redefine the *Hölmüller* Doctrine”, in: *German Law Journal*, Volume 5, (2004), pp. 1057 e ss; L. BÖTTCHER/S. BLASCHE, “The Limitations of the Management Board’s Directive Powers in German Stock’s Corporations”, in: *German Law Journal*, Volume 11, (2010), pp. 496 e ss.

<sup>16</sup> Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Going dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, *cit.*, p. 599.

<sup>17</sup> Datada de 11.07.2012, cfr. in: *Neue Juristische Wochenschrift* (NJW), (2012), 3081. Com interesse, sobre a análise da jurisprudência do BVerfGE, em matéria de *delisting*, na doutrina alemã, C. HELDT/C. ROYÉ, “Das Delisting-Urteil des BVerfG aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive”,

exige uma decisão da assembleia geral, nem uma obrigatoriedade de oferta de aquisição dos accionistas dissidentes em caso de *delisting*. No entanto, não considerou que o BGH tivesse extravasado a sua competência com a decisão *Macroton*; apenas afirmou que a justificação apresentada não deveria ser de índole constitucional. Se é certo que o tribunal reconheceu que a propriedade sobre as acções abrange a sua *circulabilidade*, apostou na distinção *circulabilidade legal* e *circulabilidade efectiva*. Apesar de a admissão no mercado regulamentado ser um facto relevante na formação do preço das acções, a exclusão do mercado não afecta a possibilidade de estas serem vendidas, apenas põe em causa a *real possibilidade de venda*. A conclusão final foi, então, que o *funcionamento do mercado* não é garantido pelo *direito de propriedade*<sup>18-19</sup>.

Na sequência desta decisão, o BGH reformulou o seu entendimento no caso Frosta<sup>20</sup>. A sentença diz respeito ao *downlisting* da Frosta AG do mercado regulamentado de Berlim para o Entry Standard da Frankfurter Wertpapierbörse, i.e., para um mercado não regulamentado. Esta medida não foi precedida por uma deliberação da assembleia geral, nem foi concedido um direito de exoneração aos accionistas minoritários. A particularidade desta decisão é que o tribunal poderia, facilmente, ter-se afastado dos princípios Macroton sem, no entanto, os negar em absoluto. Ter-lhe-ia bastado invocar ser este um caso de *downlisting* e, portanto, alheio aos princípios da decisão Macroton de 2002<sup>21</sup>. Em vez de tomar este caminho, o BGH foi claro na sua rejeição. Por um lado, negou a existência de analogia com o § 29 (1) UmwG, argumentando que a norma não contém um princípio geral que seja aplicável fora do seu âmbito de aplicação, ou seja, para além de casos de *delisting* a frio, neste caso, de fusões. A prova de que não se trata de um princípio geral pode ser encontrada no § 320B Abs. 1, s. 2 AktG, que também consagra um caso de *delisting* sem as correspondentes exigências de deliberação e de direito de exoneração. Mais: é impossível a aplicação analógica desta norma por não haver lacuna. A omissão destes requisitos em caso de *delisting* regular constitui uma opção legislativa consciente. Alguma doutrina já viu nesta decisão uma oportunidade de proceder a saídas do mercado de forma mais célere e menos custosa, salientando o

in: *Die Aktiengesellschaft (AG)*, (2012), pp. 658 e ss; M. HABERSACK, Comment, in: *Juristenzeitung (JZ)*, (2014), pp. 143 e ss.

<sup>18</sup> Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “*Going dark*: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, *cit.*, p. 600.

<sup>19</sup> *Obiter dictum* de que nos permitimos discordar, como afirmaremos *infra*.

<sup>20</sup> Ver ZIP 2013 (2013), 2254.

<sup>21</sup> Reafirmando, contudo, a inteira validade, em face desta decisão, do *legal reasoning* emergente da decisão *Macroton*, na doutrina alemã, L. KLÖHN, “*Delisting – Zehn Jahre später*”, in: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG)*, (2012), pp. 1041-1043;



lado positivo de terminar com a incerteza quanto aos requisitos exigíveis para a exclusão do mercado<sup>22</sup>.

**II) A perda da qualidade de sociedade aberta (delisting de acções) e a tutela dos accionistas minoritários: os administradores das sociedades comerciais e os accionistas minoritários enquanto partes de uma relação obrigacional em sentido amplo sem deveres primários de prestação com eficácia de protecção para terceiros – os accionistas minoritários)**<sup>23</sup>

A perda da qualidade de sociedade aberta (*delisting* de acções) tem como pólo referencial, é consabido, a tutela dos accionistas minoritários.

Neste conspecto, coloca-se a questão de saber em que moldes assenta, do ponto de vista jurídico, essa mesma tutela dos accionistas minoritários.

A *pedra angular* dessa tutela dos accionistas minoritários repousa, em grande medida, nos deveres que entretecem a relação entre aqueles e os administradores das sociedades comerciais.

Temos por certo, que incumbem aos administradores das sociedades comerciais e aos accionistas maioritários, no âmbito de uma relação obrigacional em sentido amplo sem deveres primários de prestação, um conjunto de deveres, de conteúdo mais ou menos elástico, que se destinam, em primeira linha, a garantir o núcleo essencial da posição patrimonial dos accionistas minoritários: o direito de alienação potestativa das suas acções e um correspondente direito de exoneração da sociedade (agora fechada, na sequência da perda da qualidade de sociedade aberta).

Com efeito, é possível referir-se que existe, no âmbito desta relação obrigacional em sentido amplo, um dever de protecção para com os accionistas minoritários.

<sup>22</sup> Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “*Going dark*: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, *cit.*, p. 601.

<sup>23</sup> Este capítulo tem por base o que escrevemos, ainda que noutra âmbito temático, em HUGO LUZ DOS SANTOS, “Contracts for Gambling and Betting in the Casinos of the Special Administrative Region of Macau: The issue for “*side-betting or the multiplier*”, in: *Gaming Law Review and Economics (GLR&E)*, New York, (2016), em curso de publicação; em versão portuguesa e chinesa, com tradução do autor, “Os Contratos de Jogo e Aposta na Região Administrativa Especial de Macau: Subsídios para a resolução da questão do “*side-betting or the multiplier*”, in: *Revista da Administração Pública de Macau*, n.º 110, Macau, China, (2016); em Portugal, *Idem* “Os Contratos de Jogo e Aposta na Região Administrativa Especial de Macau: Subsídios para a resolução da questão do “*side-betting or the multiplier*”, in: *Revista O Direito*, Director: Jorge Miranda, Almedina, Coimbra, ano 148.º (2016), II, Almedina, Coimbra, (2016), *passim*.

Na verdade, os deveres compreendidos numa relação de protecção, que pretende conservar a actual situação jurídica dos bens do sujeito passivo da relação obrigacional em sentido amplo (os accionistas minoritários), tem como finalidade típica, justamente, a tutela contra ingerências na sua pessoa, na sua propriedade ou no seu património<sup>24</sup>, emergente, no caso concreto, da perda da qualidade de sociedade aberta; da perda de liquidez das participações sociais (outrora negociadas no mercado de valores mobiliários); e, essencialmente, da frustração das legítimas expectativas de negociabilidade das acções num mercado aberto e regulamentado.

Excepcionalmente, o conteúdo de uma relação obrigacional em sentido amplo compõe-se exclusivamente de uma relação de protecção – v.g., porque a relação de prestação ainda não se constituiu, ou já se extinguiu<sup>25</sup>.

A doutrina alemã<sup>26</sup> e portuguesa<sup>27</sup> usam o termo relações obrigacionais em sentido amplo sem deveres primários de prestação (Schuldverhältnisse im weiteren Sinne ohne primäre Leitungspflichten) para designar justamente os casos excepcionais em que só há uma relação de protecção de uma das partes em relação à outra: é o caso paradigmático das relações obrigacionais com eficácia de protecção para terceiros (neste caso, os accionistas minoritários, que carecem de protecção dos administradores das sociedades comerciais e dos accionistas maioritários, e a quem deve sempre ser conferido o direito de alienação potestativa das suas acções, que abordaremos de seguida).

Esclarecido o fundamento teleológico das relações obrigacionais em sentido amplo sem deveres primários de prestação (Schuldverhältnisse im weiteren Sinne ohne primäre Leitungspflichten), deve explicitar-se o conceito de relação obrigacional com eficácia de protecção para terceiros (Schuldverhältnis mit Schutzwirkung für Dritte)<sup>28</sup>, que não se confunde, no entanto, com o contrato

<sup>24</sup> Na doutrina alemã, CLAUS-WILLEM CANARIS, “Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten”, in: *Rivista critica del diritto privato*, (1983), pp. 567-617; na doutrina portuguesa, NUNO MANUEL PINTO DE OLIVEIRA, “Inexigibilidade judicial do cumprimento de deveres acessórios de conduta”, in: *Scientia Iuridica*, Maio-Agosto de 2002, (2002), pp. 295-303 (295); NUNO MANUEL PINTO DE OLIVEIRA, “Deveres de protecção em relações obrigacionais”, in: *Scientia Iuridica*, Setembro-Dezembro de 2003, (2003), pp. 495-523; MANUEL CARNEIRO DA FRADA, “Contrato e deveres de protecção”, in: *Separata do Vol. XXXVIII do Suplemento ao Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, (Coimbra), (1994), pp. 36 e ss.

<sup>25</sup> NUNO MANUEL PINTO DE OLIVEIRA, *Princípios de Direito dos Contratos*, Coimbra, Coimbra Editora, (2011), p. 165.

<sup>26</sup> VOLKER EMMERICH, in: *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, vol. II, Schuldrecht. Allgemeiner Teil*, 3. Edição, C. H. Beck, München, (1994), pp. 661-691.

<sup>27</sup> NUNO MANUEL PINTO DE OLIVEIRA, *Princípios de Direito dos Contratos*, cit., p. 165.

<sup>28</sup> NUNO MANUEL PINTO DE OLIVEIRA, *Princípios de Direito dos Contratos*, cit., p. 169.

a favor de terceiro (artigo 444.º, n.º 1, do Código Civil de Portugal, artigo 437.º, n.º 1, e artigo 438.º, n.º 1, ambos do Código Civil de Macau).

Os requisitos dessa eficácia de protecção para terceiros reconduzem-se a quatro: i) que o terceiro (os accionistas minoritários) esteja na proximidade da prestação (Leitungsnähe) entre as partes contraentes; ii) que o credor tenha, ou deva ter, interesse na protecção de terceiro; iii) que os devedores (os administradores das sociedades comerciais e os accionistas maioritários) saibam, ou devam saber, que o credor tem, ou deve ter, interesse na protecção de terceiro<sup>29</sup>.

Estando preenchidos os quatro requisitos, constituir-se-ão duas relações obrigacionais. A primeira, entre o credor e os devedores – logo, há uma relação obrigacional com deveres primários de prestação –; a segunda, entre os devedores e o terceiro (accionistas minoritários) – logo, há, tão-só, uma relação obrigacional em sentido amplo sem deveres primários de prestação<sup>30-31-32-33</sup>.

<sup>29</sup> Os tribunais alemães fazem usualmente referência a um quinto requisito: a *necessidade de protecção do terceiro* (*Schutzbedürftigkeit des Dritten*). “O terceiro deveria ter necessidade de protecção. O requisito falharia sempre que o terceiro tivesse uma pretensão contratual contra o devedor, de conteúdo semelhante à do credor”; neste sentido, na doutrina alemã, HANS BROX/WOLF DIETRICH WALKER, *Allgemeines Schuldrecht*, 29ª edição, C.H. Beck, München, (2003), p. 355, *apud*, NUNO MANUEL PINTO DE OLIVEIRA, *Princípios de Direito dos Contratos*, Coimbra, Coimbra Editora, (2011), pp. 168-171.

<sup>30</sup> NUNO MANUEL PINTO DE OLIVEIRA, *Princípios de Direito dos Contratos*, *cit.*, p. 171.

<sup>31</sup> O § artigo 311, n.º 3 do Código Civil Alemão (*Bürgerliches Gesetzbuch*) positiva-a hoje explicitamente; sobre as *relações obrigacionais com eficácia de protecção para terceiros*, que aqui seguimos de muito perto, mesmo textualmente, ver, na doutrina alemã, EIKE SCHMIDT, *Das Schuldverhältnis*, C. F. Müller, Heidelberg, (2004), pp. 38-41; JAN DIRK HARKE, *Allgemeines Schuldrecht*, (2010), pp. 429-438; HEIN KÖTZ, *Vertragsrecht*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, (2009), pp. 216-221; JAN BUSCHE, “Die Begründung von Schuldverhältnissen”, in: *J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einföhrungsgesetz und Nebengesetzen. Eckpfeiler des Zivilrechts*, Seiler/de Gruyter, Berlin, (2008), pp. 190-234; FLORIAN FAUST, “Der Schutz von der reinen Vermögensschaden – illustriert am Beispiel der Expertenhaftung”, in: *Archiv für die zivilistische Praxis*, vol. 210, (2010), pp. 559-574; na doutrina italiana, MARCELO MAGGIOLO, “Effetti contrattuali a protezione del terzo”, in: *Rivista di diritto civile*, (2001), 1, pp. 48-61; na doutrina inglesa, CHRISTIAN WITTING, “Justifying Liability to Third Parties for Negligent Misstatements”, in: *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol. 20, (2000), pp. 618-636; na doutrina portuguesa, MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Téoria da Confiança e responsabilidade civil*, dissertação de doutoramento, Coleção Teses, Almedina, Coimbra, (2004), pp. 115-180; MANUEL CARNEIRO DA FRADA, “Sociedades e notação do risco (rating) – a protecção dos investidores”, in: *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, (2013), p. 345; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil*, dissertação de doutoramento, Coleção Teses, Almedina, Coimbra, (reimpressão da 1ª edição de 1990), (2007), pp. 620-625; MARIA ADELAIDE MENEZES LEITÃO, *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*, dissertação de doutoramento, Coleção Teses, Almedina, Coimbra, (2009), pp. 405 e ss, 620 e ss; JORGE SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, dissertação de doutoramento, Coleção Teses, Almedina, Coimbra, (1989), pp. 246 e ss; NUNO MANUEL PINTO DE OLIVEIRA, *Princípios de Direito dos Contratos*, *cit.*, pp. 168-171.

Por conseguinte, os administradores das sociedades comerciais e os accionistas maioritários devem, no quadro de uma relação obrigacional com eficácia de protecção para terceiros (*Schuldverhältnis mit Schutzwirkung für Dritte*)<sup>34</sup>, garantir sempre aos accionistas minoritários um direito de alienação potestativa das suas participações sociais, e o inalienável direito de exoneração, de molde a não esvaziar o conteúdo essencial do seu direito de propriedade (artigo 62.º, n.º 1, da CRP, artigo 6.º, da Lei Básica de Macau), principalmente no que diz respeito à hipótese positivada no artigo 27.º, n.º 1, alínea *a*), do CVM, em que não assiste aos accionistas minoritários, pelo menos em primeira linha, um direito de alienação potestativa das suas acções (artigo 27.º, n.º 3 e 4, e artigo 28.º, n.º 2, do CVM).

### III) **A configuração do dever de lealdade dos administradores das sociedades comerciais e dos accionistas maioritários em relação aos accionistas minoritários**

A necessidade de tutela das minorias não decorre apenas de disposições de Direito das sociedades, isoladas de outras orientações materiais, mais gerais do ordenamento. Pelo contrário: ela encontra suporte em institutos gerais do Direito comum, em especial na boa fé e como concretização do que usa

<sup>32</sup> Neste sentido, muito recentemente, NUNO MANUEL PINTO DE OLIVEIRA, *Responsabilidade Civil dos Administradores. Entre Direito Civil, Direito das Sociedades e Direito da Insolvência*, Coimbra Editora, Coimbra, (2015), pp. 142-143.

<sup>33</sup> Como afirma autorizada doutrina nacional, “A regra da conduta da boa fé responde a esta realidade, apertando a malha daqueles deveres que disciplinam a relação, tal como ela deve desenvolver-se entre sujeitos leais, razoáveis e honestos. Eles conduzirão com frequência à necessidade de prevenir atempadamente o outro sujeito da relação com respeito a alguma alteração futura da conduta, sob pena de responsabilidade. Tais deveres, inspirados na regra da boa fé, não provêm de nenhum compromisso negocial e não podem ser entendidos como obrigações em sentido técnico. Traduzindo esta eficácia, a ligação corrente de negócios pode considerar-se uma relação obrigacional sem deveres primários de prestação.”, MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade civil*, dissertação de doutoramento, Colecção Teses, Almedina, Coimbra, (2004), p. 578.

<sup>34</sup> Parecendo expressar adesão a esta posição, Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “*Going dark*: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, *cit.*, p. 605; mais recuadamente, é possível encontrar a defesa de uma posição doutrinária com esta configuração em, CATARINA PIRES CORDEIRO, “Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os accionistas no ordenamento jurídico português”, in: *O Direito*, ano 137.º, n.º 1, (2005), Almedina, Coimbra, pp. 129 e ss.

designar-se, também, particularmente, no contexto societário, por *deveres de lealdade*<sup>35</sup>.

A ideia é simples e muito expansiva: tanto a sociedade para com os sócios, como estes entre si, se devem *lealdade*. Ao ponto de se dizer por vezes que a *tutela das minorias* constitui, apenas e tão só, uma concretização de tal exigência. Na sociedade aberta, são, como é natural, especialmente fortes os deveres de lealdade dos accionistas detentores de participações qualificadas entre si. Como o são os deveres dos accionistas maioritários para com os minoritários (detentores de participações qualificadas ou não). Sobretudo quando as participações dos primeiros permitem, pela expressão que assumem, o controlo (absoluto) da sociedade, os *deveres de lealdade* para com os accionistas minoritários intensificam-se especialmente<sup>36</sup>.

A actuação do accionista maioritário pode redundar então no comportamento de um “*sócio tirano*”, que ignora e desconsidera (para além do tolerável) os accionistas minoritários e os seus interesses; adoptando condutas que atingem as suas posições jurídicas e que conduzem à “*expropriação*” das minorias, quer quanto ao valor patrimonial das suas acções, quer quanto ao conteúdo dos seus direitos participativos. Por conseguinte, os *deveres de lealdade* visam contrabalançar essa posição de supremacia<sup>37</sup>. *Ex bona fide* o accionista maioritário não pode designadamente: *i*) ignorar em absoluto a posição e o interesse dos accionistas minoritários; *ii*) afastá-los por completo do processo decisório fundamental, pese embora a posição de controlo de que goza; *iii*) promover decisões que directamente desvalorizem as acções dos accionistas minoritários sem lhes proporcionar uma qualquer forma de compensação<sup>38</sup>.

<sup>35</sup> Ver, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA/DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda de qualidade de sociedade aberta (delisting de acções) e tutela dos accionistas minoritários”, *cit.*, p. 69.

<sup>36</sup> Ver, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA/DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda de qualidade de sociedade aberta (delisting de acções) e tutela dos accionistas minoritários”, *cit.*, pp. 71-72.

<sup>37</sup> Por conseguinte, os accionistas controladores estão vinculados por um dever geral de boa fé em relação às posições minoritárias; aproximadamente neste sentido, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade. Por um Critério Unitário de Solução do “Conflito do Grupo”*, colecção teses, dissertação de doutoramento, Almedina, Coimbra, (2012), p. 183, nota 597; na doutrina estrangeira, ZIPORA COHEN, “Fiduciary duties of controlling shareholders: a comparative view”, in: *U. Pa. Journal of International Business Law*, (1991), pp. 386-401.

<sup>38</sup> Ver, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA/DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda de qualidade de sociedade aberta (delisting de acções) e tutela dos accionistas minoritários”, *cit.*, p. p. 72.

E qual é a configuração genérica do dever de lealdade dos administradores das sociedades comerciais<sup>39/40</sup> em relação aos accionistas minoritários?

Como escrevemos noutra local<sup>41</sup>, e atenta a teoria do contacto social, havendo uma ligação especial<sup>42</sup> entre a prossecução do dever de lealdade<sup>43</sup> dos gerentes ou administradores da sociedade comercial e a tutela de quaisquer outros sujeitos com interesses relevantes na sociedade<sup>44</sup>, formam-se a partir desse axioma os denominados círculos de diligência devida<sup>45</sup>, consubstanciados no universo de deveres de protecção (Schutzpflichten)<sup>46</sup> e da inerente finalidade negativa de defesa, pelos administradores, da integridade pessoal e patrimonial da sociedade comercial e dos accionistas minoritários<sup>47</sup>, que se espelha naquilo

<sup>39</sup> Sobre esta questão, muito recentemente, MARIA ELISABETE RAMOS, “Riscos de responsabilização dos administradores – Entre a previsão legislativa e a decisão jurisprudencial”, in: *Direito das Sociedades em Revista (DSR)*, Março 2015, Ano 7, Vol. 13, Almedina, Coimbra, (2015), pp. 69-106.

<sup>40</sup> Muito recentemente, na doutrina alemã, sobre a limitação da responsabilidade civil dos administradores das sociedades comerciais, HOLGER FLEISCHER, “Ruinoase Managerhaftung: Reaktionsmöglichkeiten de lege lata und lege ferenda”, in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, (2014), 1312 e ss.

<sup>41</sup> Ver, HUGO LUZ DOS SANTOS, “O dever de lealdade dos administradores das sociedades comerciais na Região Administrativa Especial de Macau e em Portugal (algumas notas mais ou menos desenvolvidas)”, in: *Direito das Sociedades em Revista (DSR)*, Outubro 2015, Ano 7, Vol. 14, Almedina, Coimbra, (2015), *passim*.

<sup>42</sup> Neste sentido, na doutrina alemã, GÜNTHER TEUBNER, *Alternativkommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, II, Luchterhand, Neuwied, 980, § 242, (2008), n.º 58.

<sup>43</sup> Sobre a natureza fiduciária dos deveres funcionais que sustentam a relação de administração, à luz da “confiança especial a que lhe subjaz”; RICARDO COSTA, “Deveres Gerais dos Administradores e “gestor criterioso e ordenado”, in: *I Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, (2011), p. 179.

<sup>44</sup> Ver, recentemente, MANUEL FRAGOSO MENDES, “Entre o temerário e o diligente – A business judgement rule e os deveres dos administradores. Da sua origem à implementação no ordenamento jurídico português”, in: *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano VI (2014), Números 3/4, Director: António Menezes Cordeiro, p. 825.

<sup>45</sup> MIGUEL BRITO BASTOS, “Deveres Acessórios de informação. Em especial, os deveres de informação do credor perante o fiador”, in: *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano V, Números I-II, Director: António Menezes Cordeiro, Coimbra, Almedina, (2013), p. 275.

<sup>46</sup> PEDRO CAETANO NUNES, “Jurisprudência sobre o dever de lealdade dos administradores”, in: *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, (2013), p. 217.

<sup>47</sup> Por essa razão, se bem captámos o pensamento da autora, afirma a doutrina, num âmbito mais genérico, que “Os deveres de protecção têm uma finalidade essencialmente negativa, na medida em que visam preservar as posições e interesses das partes susceptíveis de serem afectadas pelas condutas e omissões”; Ver, recentemente, FILIPA NUNES PINTO, “A responsabilidade civil dos administradores das sociedades – A concretização dos deveres legais que origina a responsabilidade”, in: *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano VII (2015), Número 1, Director: António Menezes Cordeiro, p. 88.

que a doutrina portuguesa<sup>48</sup>, inglesa<sup>49-50</sup> e norte – americana<sup>51</sup> denomina de Enlightened Shareholder Value (interesse social iluminado).

Esse interesse social iluminado, significa, justamente, realizar o fim ou interesse social, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e de outros stockholders, mas sabendo que para atingir este objectivo é preciso que quem actua pela sociedade promova (estabeleça e proteja) um conjunto de relações estáveis e duradouras da empresa com os trabalhadores, credores, accionistas, clientes e fornecedores – numa palavra: que invista em relações que aumentam o valor global da empresa<sup>52</sup>.

É, justamente, neste quadro jurídico que a doutrina refere que há decisões de gestão da sociedade que interferem tão profundamente com os interesses dos accionistas que a administração não pode razoavelmente esperar deter competência exclusiva para os decidir<sup>53</sup>.

Nesta moldura de gestão, enquadra-se a obrigação de a administração convocar uma assembleia geral para decidir, v.g., a questão da saída voluntária do mercado de valores mobiliários, escorada nos deveres de lealdade dos administradores das sociedades comerciais perante os accionistas minoritários, que vinculam aqueles a promoverem a convocação da assembleia geral para decidir em matéria de saída do mercado<sup>54</sup>.

<sup>48</sup> CATARINA SERRA, “Entre *corporate governance* e *corporate responsibility*: deveres fiduciários e “interesse social iluminado”, in: *I Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, (2011), pp. 211-258.

<sup>49</sup> Ver, na sequência da entrada em vigor, em 01 de Outubro de 2007, da *Companies Act 2006*, DAVY KA CHEE WU, “Managerial Behaviour, Company Law and the Problem of Enlightened Shareholder Value”, in: *Company Lawyer*, 31 (2), (2010), pp. 56 e ss.

<sup>50</sup> ANDREW KEAY, “Tackling the Issue of Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom’s “Enlightened Shareholder Value Approach”, in: *Sydney Law Review (SLR)*, (2007), 29, p. 597.

<sup>51</sup> CYNTHIA A. WILLIAMS/JOHN M. CONLEY, “An emerging third way? The erosion of the Anglo – American *Shareholder Value* Construct”, in: *Cornell International Law Journal*, (2005), 38, pp. 493 e ss.

<sup>52</sup> CATARINA SERRA, “Entre *corporate governance* e *corporate responsibility*: deveres fiduciários e “interesse social iluminado”, *cit.*, p. 247.

<sup>53</sup> Ver, na doutrina alemã, na esteira da jurisprudência *Holzmüller*, HOFFMANN-BECKING, “Holzmüller, Gelatin und die These von der Mediatisierung der Aktionärsrechte”, in: *ZHR* 172 (2008), pp. 234-235; mais recuadamente, HOLGER FLEISCHER, “Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit in Aktienrecht: von “Holzmüller” zu “Gelatine”, in: *NJW*, (2004), pp. 2334 e ss; na doutrina nacional, MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “*Going dark*: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, *cit.*, p. 602.

<sup>54</sup> Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “*Going dark*: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, *cit.*, p. 603.

**IV) Coordenadas sistemáticas: o funcionamento do mercado dos valores mobiliários (mormente dos *hedge funds* e do fenómeno do *empty voting*) e a necessidade de defesa do direito de propriedade das participações sociais (artigo 62.º, n.º 1, da CRP e do artigo 4.º, da Lei Básica de Macau)**

O advento da sociedade da informação trouxe no seu seio o aumento exponencial das possibilidades de interação entre os actores financeiros e, inerentemente, ocasionou, do mesmo passo, o número de players (intervenientes) no funcionamento global dos mercados financeiros.

Todavia, a realidade difusa e imaterial dos mercados financeiros implicou não só o aumento do número de intervenientes no espaço financeiro como também trouxe consigo, como consequência lógica, a bandeira do anonimato daqueles intervenientes.

Esse manto diáfano do anonimato implicou, decorrentemente, um efeito propulsor no que respeita à prática de delitos através do espaço financeiro<sup>55</sup>, e, natural e necessariamente, uma dificuldade acrescida na determinação dos agentes desses ilícitos-típicos.

É neste âmbito temático que se inscreve a importância da Comissão do Mercados dos Valores Mobiliários (CMVM), a quem, numa perspectiva objectiva, estão legalmente deferidos poderes de supervisão (artigo 353.º, n.º 1, alínea a), do CVM).

A capacidade subjectiva da CMVM varia consoante estejamos no campo da supervisão comportamental (artigo 359.º, do CVM) ou prudencial (artigo 361.º, n.º 1, do CVM), assumindo a última modalidade uma extensão mais significativa<sup>56</sup>.

Por conseguinte, o supervisor actua hoje como garante do equilíbrio do mercado dos valores mobiliários, o que exige, necessariamente, uma vigilância contínua e presente (artigo 362.º, do CVM). Ainda dentro da modalidade prudencial, a actuação da CMVM está sujeita a três grandes princípios, devidamente enunciados no artigo 363.º, n.º 2, do CVM: i) preservação da solvabilidade e liquidez das instituições supervisionadas; ii) prevenção de riscos

<sup>55</sup> Neste sentido, na doutrina alemã, ainda que noutro âmbito temático, JÜRGEN HELLE, “Persönlichkeitsverletzungen im Internet”, in: *Juristen Zeitung (JZ)* 57 (2002), pp. 597 e ss.

<sup>56</sup> Ver, A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Organização e supervisão dos mercados financeiros”, in: *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano VI (2014), Números 3/4, Director: António Menezes Cordeiro, Almedina, Coimbra, (2015), p. 581.



sistêmicos; iii) controlo da idoneidade dos titulares dos órgãos de gestão e dos titulares de participações qualificadas das instituições supervisionadas<sup>57</sup>.

Todavia, a referida realidade difusa e material dos mercados financeiros, em si mesma tomada, convoca um conjunto de disfunções sistémicas que, pela sua incidência objectiva e subjectiva, pode fazer perigar os alicerces em que repousa o equilíbrio do mercado dos valores mobiliários.

Consabidamente, o mercado dos valores mobiliários é o palco privilegiado para os denominados *qualified players*, que, pela sua proficiência e conhecimentos na área financeira, conseguem tirar partido de determinados desequilíbrios sistémicos que, em certos casos, são criados pelos próprios.

Por essa razão, a assimetria informativa não sendo, em si e por si, um mal, ganha contornos de cidadania financeira, quando analisada do ponto de vista do elo mais fraco: os accionistas minoritários.

Com efeito, é sabido que o núcleo essencial da posição minoritária dos accionistas prende-se com as legítimas expectativas de negociabilidade das suas acções no mercado (regulamentado) dos valores mobiliários e, inerentemente, na existência dos valores de transparência e de informação que rodeiam, natural e necessariamente, a negociação dos valores mobiliários.

Todavia, a dispersão dos valores mobiliários (acções) pelos accionistas minoritários traduz-se, na prática, num desinteresse pela vida quotidiana da sociedade aberta.

O que significa que, esses desequilíbrios sistémicos são, de algum modo, uma realidade distante e muito pouco palpável para os accionistas minoritários: enquanto esses desequilíbrios sistémicos não tiverem expressão patrimonial, não adquirem foros de preocupação para os mesmos.

Esse limiar de preocupação é ultrapassado quando, justamente, ocorre uma perda de liquidez das participações sociais, em virtude, v.g., da perda da qualidade de sociedade aberta e, com ela, a insusceptibilidade de negociação no mercado regulamentado das suas acções que constituiu, sempre, o escopo primordial do investimento das acções de uma sociedade aberta.

É exactamente neste contexto que deve cessar a importância relativa da assimetria informativa e deve emergir a importância absoluta do resposta sistémica, enquanto mecanismo protector de disfunções sistémicas que afectem a posição jurídico-patrimonial dos accionistas minoritários, principalmente quando essas disfunções sistémicas impliquem, por força do funcionamento

<sup>57</sup> Ver, A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Organização e supervisão dos mercados financeiros”, *cit.*, p. 582; JOÃO CALVÃO DA SILVA, “*Fair value* ou valor de mercado: multiplicador da primeira crise financeira global”, in: *Revista de Legislação e de Jurisprudência (RLJ)*, ano 141.º, n.º 3974, Maio-Junho 2012, (2012), p. 280.

anómalo do mercado de valores mobiliários, um esvaziamento do direito de propriedade inerente às posições minoritárias (artigo 62.º, n.º 1, da CRP, artigo 6.º, da Lei Básica de Macau).

Para ilustrar, em abstracto, o funcionamento anómalo do mercado de valores mobiliários, bem como a actuação disfuncional dos hedge funds e o fenómeno real da manipulação do direito de voto com recurso a instrumentos derivados financeiros (empty voting), mormente os equity swap, e da finalidade especulativa a que lhes subjaz, tomemos como exemplo o sobejamente conhecido caso Mylan.

A Perry Corp, um hedge fund, detinha sete milhões de acções da King Pharmaceuticals. No final de 2004, a Mylan Laboratories anuncia que pretende comprar a sua rival King Pharmaceuticals por um preço substancialmente superior ao valor de mercado, provocando com a notícia uma abrupta descida na cotação das suas acções.

Perante esta queda, a aprovação dos accionistas, necessária para que o negócio se concretizasse, tornou-se improvável, cenário que não favorecia a Perry Corp, acionista da King Pharmaceuticals, cujo interesse económico se dirigia à realização do negócio. Para garantir que assim sucedia, adquiriu 9,9 % da Mylan Laboratories, tornando-se no seu maior acionista e assegurando o inerente direito de voto. Previsivelmente, com a aprovação da aquisição da King Pharmaceuticals, a cotação destas acções desceria, pelo que a Perry Corp seguiu o risco associado às acções recentemente adquiridas, celebrando, para tal, um equity swap. Com este negócio consegue transferir os resultados negativos da sua posição de acionista, sem, no entanto, perder a titularidade das acções e o direito de voto. Fica, pois, titular da posição curta ou interest leg, i.e., tem mais votos na Mylan Laboratories do que interesse económico, enquanto que a contraparte fica titular da posição longa, long leg ou equity leg, de tal maneira que, embora não tenha direitos de voto, tem interesse económico na Mylan Laboratories<sup>58</sup>.

Como está bem de ver, o incentivo para a celebração deste negócio apenas poderá resultar de uma estratégia especulativa da parte que fica com o equity leg. Esta encontra-se, agora, na posse de informações privilegiadas. Enquanto que o resto do mercado calculará que a compra da King Pharmaceuticals não será aprovada pelos accionistas receosos perante a potencial desvalorização da

<sup>58</sup> Ver, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA/MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Derivados Financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA”, in: *Revista de Direito das Sociedades em Revista (RDS)*, Ano IV (2012), Número I, Director: António Menezes Cordeiro, 2012, Coimbra, Almedina, (2012), pp. 59-61, que vimos seguindo de muito perto, mesmo textualmente.

Mylan Laboratories, o titular da posição longa (equity leg) conhece a estratégia da Perry Corp, que lucrará com a compra da King Pharmaceuticals e que não sofre as consequências da desvalorização da Mylan Laboratories por ter segurado a sua posição. Utilizando a informação a seu favor, o titular da posição longa (equity leg) tenderá a vender a<sup>59</sup> descoberto (naked short selling)<sup>60-61</sup> as acções da Mylan Laboratories. Quando a Perry Corp, enquanto acionista da Mylan, tiver votado favoravelmente a compra e a cotação das acções descer, o titular da long leg compra as acções desta empresa a um preço consideravelmente mais baixo, entregando-as ao comprador a descoberto.

Nesta situação, a Mylan Laboratories é a host company, ou seja, a empresa onde ocorre a votação. Mas, como um dos accionistas com direito de voto – Perry Corp – é titular de related non- host assets, i.e. de acções de outra empresa cujo valor depende, de alguma forma, do valor das acções da host company, o seu interesse económico global dependerá sempre da conjugação destes dois valores, não podendo ser considerado, de forma separada, apenas o seu interesse na Mylan Laboratories. Em concreto, a Perry Corp, apesar de ser titular de direitos de voto na Mylan Laboratories, tem nesta empresa um interesse económico negativo: lucrará tanto mais quanto maior for o valor pago para comprar a empresa concorrente.

Como se deixou antecipado, nestes casos, como noutros, o *empty voting*<sup>62-63</sup>, é produto a utilização (diríamos, disfuncional) dos derivados financeiros pelos

<sup>59</sup> Ver ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA/MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Derivados Financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA”, *cit.*, pp. 59-61, que vimos seguindo de muito perto, mesmo textualmente.

<sup>60</sup> Ver CRISTINA SOFIA DIAS, “Notas breves a propósito do Regulamento sobre short selling e credit default swaps”, in: *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, (2011), n.º 39, *passim*.

<sup>61</sup> Que constituem, no entendimento da doutrina norte-americana, a “*speculative instrument*”, CHARLES MURDOCK, “The Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: What Caused The Financial Crisis and Will Dodd – Frank Prevent Future Crisis?”, in: *S.M.U. Law Review*, 1243, (2011), p. 138.

<sup>62</sup> A “*revolução dos derivados*” – com a divulgação de *equity swaps* e outros derivados negociados ao balcão e o crescimento do mercado de *empréstimo de acções* que tornaram mais fácil e barato separar *propriedade económica e poder de voto* – veio, nos termos expostos, permitir que *outsiders* (*sujeitos sem interesse económico na sociedade comercial*) exerçam o voto e que *insiders* obtenham mais votos do que a propriedade económica adquirindo uma influência desproporcionada na sociedade comercial. Trata-se de situações, em síntese, em que a titularidade dos valores mobiliários surge dissociada do resultado económico (i. e. *risco de investimento*), que é integralmente repercutido na esfera jurídica de terceiro, mediante a estipulação de um *programa contratual* destinado a regular a actuação do intermediário financeiro na vigência do programa contratual; Ver, na doutrina portuguesa, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA/MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Derivados Financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA”, *cit.*, p. 57; disqueteando sobre a *titularidade indirecta* de valores mobiliários

hedge funds, mormente os equity swaps, que permitem transferir o risco para terceiros, utilizando-se, de permeio, uma estratégia puramente especulativa, permitindo aplicações destinadas a explorar as ineficiências dos mercados de valores mobiliários ou discrepâncias de preços dos activos subjacentes (arbitragem), comprando e vendendo simultaneamente o mesmo activo a diferentes preços para obter um ganho<sup>64</sup>.

#### IV.1) *Coordenadas sistemáticas: a perda da qualidade de sociedade aberta e a desprotecção dos accionistas minoritários em face da disfunção sistémica operada pelos hedge funds*

Para ilustrar, em concreto, a actuação disfuncional dos *hedge funds*, no quadro das sociedades anónimas, principalmente nas sociedades abertas, importa

e sobre o *exercício de direitos de voto* nas sociedades cotadas, no quadro das alterações introduzidas pelo Decreto – Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Novas regras sobre assembleias gerais: a reforma de 2010”, in: *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano II (2010), Números 1/2, Coimbra, Almedina, (2010), pp. 32–33; TIAGO ARNOULD, “O destaque do direito aos lucros: esvaziamento do direito de voto e titularidade oculta”, in: *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano V (2013), Números 1/2, Coimbra, Almedina, 2013, pp. 370–372; ANDRÉ FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros. Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*, tese de doutoramento, Colecção Teses, Coimbra, Almedina, (2012), pp. 405 e ss; na doutrina italiana, sobre a questão da determinação da legitimidade do acionista para o exercício do direito de voto com referência a uma data de registo, à semelhança do que sucede nos Estados Unidos, no Reino Unido e em Espanha; NICOLA DI LUCA, “Titolarità vs. Legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta” di azioni”, in: *Rivista di diritto societario* 2010/2012, (2012), pp. 312 e ss; na doutrina alemã, DIRK ZETSCHE, “Shareholder Passivity, Cross – Border Voting and The Shareholder Rights Directive”, in: *Journal of Corporate Law Studies*, Volume 8–2, (2008), pp. 291 e ss; HUGO LUZ DOS SANTOS, “O contrato de swap de taxas de juro e os instrumentos derivados financeiros à luz do recente Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 10 de Outubro de 2013: a “Alteração Anormal das Circunstâncias” e as categorias doutrinárias norte-americanas da “Unconscionability” e a “Bounded Rationality”: Um estranho caso de aliança luso-americana?”, in: *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano VI (2014), Número 2, Coimbra, Almedina, (2014), pp. 411–433.

<sup>63</sup> No mesmo sentido do texto, MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais”, in: *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano V (2013), Número III, Coimbra, Almedina, (2013), pp. 537–604; Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “*Going dark*: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, *cit.*, p. 615.

<sup>64</sup> Ver JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da excepção do jogo ou aposta”, in: *Revista de Legislação e Jurisprudência (RLJ)*, Ano 142, Número 3979, Março – Abril 2013, Coimbra, Coimbra Editora, (2013), p. 264.

referir que o objectivo central dos hedge funds<sup>65</sup> na “*batalha pelo poder*”<sup>66</sup> é a obtenção do maior e mais rápido retorno para os seus investidores. Assim, não se poderão limitar a uma atitude meramente passiva, optando por ficar à espera que os seus interesses sejam salvaguardados por outrem, pelo que terão necessariamente de se envolver activa e agressivamente na gestão da sociedade participada, com vista, nomeadamente, à valorização das participações sociais de que são titulares<sup>67</sup>: este é, digamos assim, o *bright side* dos hedge funds.

No que respeita ao *dark side* da actuação dos hedge funds nas sociedades abertas, e com particular incidência para a sorte dos accionistas minoritários (ocasionando a sua desprotecção), os hedge funds adoptam estratégias egoístas com o fim de obterem investimentos mais rentáveis, alcançando para os seus investidores o máximo de retorno possível no menor espaço de tempo, independentemente da sorte dos accionistas da sociedade participada; há, então, uma indiferença manifesta relativamente ao futuro da generalidade dos accionistas. Por outro lado, os hedge funds actuam de acordo com uma perspectiva de “curto prazo” dado pretenderem obter esse retorno no menor espaço de tempo possível. Todavia, tal não será conciliável, regra geral, com os interesses da generalidade dos accionistas, principalmente os minoritários, que tendem a

<sup>65</sup> Sobre os hedge funds no contexto da crise financeira de 2007/2010, TIAGO BESSA, “Crise, Regulação e Supervisão de Hedge Funds”, in: *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano II (2010) – Número 3-4, Director: António Menezes Cordeiro, Coimbra, Almedina, (2011), pp. 853-869; GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, “Regulação e Supervisão de Hedge Funds: Percurso, Oportunidade e Tendências”, in: AAVV, *Direitos dos Valores Mobiliários*, Volume VIII, (2008), em especial, pp. 65-81; Ver, na doutrina estrangeira, IAIN CULLEN, “Hedge Funds: Structure and Documentation”, in: AAVV, *Hedge Funds: Law and Regulation*, coord., Iain Cullen e Helen Parry, (2001), pp. 141-157; JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os “Hedge Funds” e o Governo das Sociedades”, in: AAVV, *Direitos dos Valores Mobiliários*, Volume IX, (2010), pp. 9-70; ver, na doutrina norte-americana, DILI GHOSCH/EPHRAIM CLARCK, *Arbitrage, Hedging, and Speculation: The Foreign Exchange Market*, Praeger, New York, (2004), *passim*.

<sup>66</sup> Por essa razão, a doutrina afirma que o activismo dos hedge funds é estratégico e ex-ante: primeiramente os gestores dos hedge funds decidem se uma empresa beneficiará com a sua actuação e então decidem tornar-se activos. No comum dos casos, o processo de investimento passa pela identificação de potenciais sociedades-alvo (v.g., sociedades comerciais com acções subavaliadas, com gestão deficiente, com posição de mercado prometedora, etc) seguida da tomada de posições accionistas nestas sociedades que vão preordenadas ao exercício de uma influência na respectiva administração como forma de aumentar o valor de mercado destas; JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os “Hedge Funds” e o Governo das Sociedades”, *cit.*, pp. 49-50; INÊS SERRANO DE MATOS, “Hedge Fund: o Accionista que nunca dorme?”, in: *Homenagem ao Prof. Doutor António José Avelãs Nunes, Boletim de Ciências Económicas*, Volume II, Universidade de Coimbra, Coimbra, (2014), p. 2233.

<sup>67</sup> INÊS SERRANO DE MATOS, “Hedge Fund: o Accionista que nunca dorme?”, *cit.*, p. 2233.

defender interesses de médio/longo prazo da sociedade e, conseqüentemente, os seus próprios interesses<sup>68</sup>.

Essa intervenção activista (*rectius*, actuação disfuncional) dos hedge funds adquire maior acuidade, nomeadamente, nas assembleias gerais, uma vez que a actividade dos mesmos pode operar desde a simples monitorização da actividade deste órgão social até à destituição dos seus membros<sup>69</sup>.

São identificáveis, pelo menos, três “tipos” de tomadas de posição pelos hedge funds em sede de assembleia geral: i) o voto abusivo, com vista à obtenção de um determinado objectivo, por exemplo, dizemos nós, a perda da qualidade de sociedade aberta, sem alienação potestativa das participações sociais dos accionistas minoritários; ii) o voto conjunto, comportamento concertado ao qual se encontra associado o problema de “wolf packing”; e iii) o “voto vazio” (*empty voting*), de que falámos supra<sup>70</sup>.

Neste pano de fundo, não é difícil configurar uma hipótese (que nada tem de académica) em sede da qual os hedge funds, principalmente nos casos em que têm interesses numa das sociedades envolvidas em determinada transacção, pugnem, através de um voto abusivo, pela perda da qualidade de sociedade aberta, principalmente no que diz respeito à hipótese positivada no artigo 27.º, n.º 1, alínea *a*), do CVM, em que não assiste aos accionistas minoritários, pelo menos em primeira linha, um direito de alienação potestativa das suas acções (artigo 27.º, n.º 3 e 4, e artigo 28.º, n.º 2, do CVM), poupando, desse modo, dinheiro àqueles actores financeiros, a cujos interesses financeiros e estratégicos alinhou a sua intervenção activista.

Nisto consiste o denominado *risco sistémico*, uma vez que este traduz-se nas repercussões em cadeia para os agentes económicos que actuam nos mercados financeiros, originado por um evento<sup>71</sup>; no caso concreto, a perda da qualidade de sociedade aberta, com a configuração fáctica acima exposta, sem um direito de alienação potestativa das acções das posições minoritárias e sem um direito de exoneração dos accionistas minoritários, o que implica um esvaziamento do seu direito de propriedade (artigo 62.º, n.º 1, da CRP, artigo 6.º, da Lei Básica de Macau)<sup>72</sup>.

<sup>68</sup> INÊS SERRANO DE MATOS, “Hedge Fund: o Accionista que nunca dorme?”, *cit.*, pp. 2240–2241.

<sup>69</sup> INÊS SERRANO DE MATOS, “Hedge Fund: o Accionista que nunca dorme?”, *cit.*, p. 2236.

<sup>70</sup> JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os “Hedge Funds” e o Governo das Sociedades”, *cit.*, pp. 66–70; INÊS SERRANO DE MATOS, “Hedge Fund: o Accionista que nunca dorme?”, *cit.*, p. 2241.

<sup>71</sup> INÊS SERRANO DE MATOS, “Hedge Fund: o Accionista que nunca dorme?”, *cit.*, p. 2243.

<sup>72</sup> Uma vez que “a protecção do direito de propriedade, é tomada no sentido amplo de titularidade de direitos patrimoniais”, neste, à luz do ordenamento jurídico-constitucional de Macau, PAULO CARDINAL, “A Lei Básica e o regime jurídico das terras na Região Administrativa Especial de Macau”, in: *Scientia Iuridica (SI)*, Tomo LXIII, N.º 336, Setembro/Dezembro de 2014, (2015), pp. 432–433.

IV.2) **Coordenadas sistemáticas: a perda da qualidade de sociedade aberta e a resposta sistémica proposta pela doutrina (Manuel Carneiro da Frada/Diogo Costa Gonçalves/Madalena Perestrelo de Oliveira): a interpretação conjugada do artigo 27.º, n.º 1, alínea a) e do artigo 194.º e 196.º, do CVM; segue, a teoria sistémica do direito (Teubner e de Luhmann)**

É com este pano de fundo que emergem as preocupações crescentes do *funcionalismo jurídico-sistémico*, tendo em vista conferir uma *resposta sistémica* para um conjunto de *disfunções sistémicas* que, pela sua incidência objectiva e subjectiva, perturbam a tutela dos direitos sociais (dentre os quais, o direito de propriedade), entendidos como direitos fundamentais<sup>73</sup>.

Com efeito, nesta feição totalizante, o direito emerge como um subsistema do sistema social que se destina a encontrar respostas sistémicas para a complexidade exterior da realidade social, sempre que esta implique, por acção ou por omissão, uma diminuição do conteúdo essencial de um naipe de direitos sociais, mormente o direito de propriedade.

Neste contexto, o direito recobre-se de um manto de auto-organização e de auto-produção de respostas sistémicas para problemas concretos emergentes na economia do sistema.

Tendo estas preocupações em mente, a teoria sistémica do direito argumenta que o problema da eficácia horizontal dos direitos fundamentais não reside ou, pelo menos, não reside principalmente nos “perigos” que os particulares criam a outros particulares individualmente considerados. Os verdadeiros “agentes perigosos” são as chamadas “matrizes comunicativas anónimas” (instituições, discursos, sistemas) produtoras de processos de poderes anónimos com carácter totalizante (*mercado*, comunicação, publicidade).

Numa palavra: o *efeito horizontal dos direitos fundamentais* só terá sentido se eles forem compreendidos como defesa não apenas contra perigos causados pelos particulares, mas contra as situações de perigosidade provocadas pela matriz dos sistemas<sup>74</sup>.

<sup>73</sup> Com esta configuração doutrinal, JORGE REIS NOVAIS, *Teoria Jurídica dos Direitos Sociais enquanto Direitos Fundamentais*, Coimbra Editora, Coimbra, (2010), pp. 65 e ss.

<sup>74</sup> Ver, na doutrina alemã, GÜNTHER TEUBNER, *Verfassungsfragmente, Gesellschaftlicher Konstitutionalismus in der Globalisierung*, Suhrkamp, Frankfurt am Main, (2012), p. 214; GÜNTHER TEUBNER, *Rechts als autopoietisches System*, Frankfurt am Main, (1989), *passim*; GÜNTHER TEUBNER, *The Twilight of Constitutionalism?*, Oxford Press, (2008), pp. 245 e ss; sobre a realidade social em geral e os sistemas autónomos daí emergentes, na doutrina alemã, NIKLAS LUHMANN, *Rechtsoziologie*, 2. Auflage, Köln, (1983), *passim*; NIKLAS LUHMANN, “Gerechtigkeit in den Rechtssystem der modernen Gesellschaft”, in: *Rechtstheorie*, 4, (1973), pp. 181 e ss; na doutrina portuguesa, JOSÉ JOAQUIM

Essa resposta sistémica, essa defesa contra as situações de perigosidade provocadas pela matriz dos sistemas, deve sopesar, ancorada no princípio da igualdade de tratamento dos sócios, (artigo 15.º, 112.º e 197.º, do Código dos Valores Mobiliários, artigo 321.º, do Código das Sociedades Comerciais)<sup>75</sup>, os interesses de todos os accionistas, conferindo-se, sempre, aos accionistas minoritários um direito de alienação potestativa das suas participações sociais minoritárias, com a inerente direito de exoneração do seio da sociedade comercial<sup>76</sup>: trata-se, no fundo, de se conceder ao accionista minoritário uma possibilidade de saída<sup>77-78</sup>.

Porquanto, o sentido e fim da alienação potestativa, no quadro de uma sociedade dependente aberta é (deve ser) exactamente o mesmo num e noutra caso (artigo 27.º, n.º 1, alínea *a*) e *b*), do CVM): a simetria de tratamento entre os accionistas minoritários.

E essa simetria de tratamento entre os accionistas minoritários traduz-se, quer no caso da alínea *a*), quer do caso da alínea *b*), do artigo 27.º, n.º 1, do CVM, nas vantagens, para ambos, da alienação potestativa: i) contrabalançar a aquisição potestativa; ii) prevenir a iliquidez dos respectivos valores mobiliários; prevenir a menos-valia das participações sociais minoritárias, desvalorizadas no mare magnum de pelo menos 90% do capital social pertencente ao accionista maioritário<sup>79</sup>.

GOMES CANOTILHO, “Vinculação e Aplicabilidade Directa de Normas de Direitos Fundamentais. Eficácia Externa, Matrizes Comunicacionais e Espaço Público”, in: *Homenagem ao Prof. Doutor António José Avelãs Nunes, Boletim de Ciências Económicas*, Volume I, Universidade de Coimbra, Coimbra, (2014), pp. 987 e ss.

<sup>75</sup> Sobre a configuração do princípio da igualdade de tratamento, PEDRO CORDELLI ALVES, “A oferta pública de aquisição obrigatória nos ordenamentos jurídicos”, in: *Direito das Sociedades em Revista (DSR)*, Outubro 2015, Ano 7, Voo. 14, Almedina, Coimbra, (2015), pp. 210 e ss.

<sup>76</sup> Sobre o fundamento teleológico e os contornos precisos do direito de exoneração dos sócios, monograficamente, JOÃO ESPÍRITO SANTO, *Exoneração do sócio no direito societário-mercantil português*, coleção teses, dissertação de doutoramento, Almedina, Coimbra, (2014), *passim*.

<sup>77</sup> Ver, PAULO CÂMARA, “O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no direito português”, in: *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*, Quatier Latin, São Paulo, (2009), p. 430.

<sup>78</sup> Talvez por essa razão é que doutrina autorizada refere que se coloca a questão de “*como resolver, em especial, o problema do sócio minoritário prisioneiro do seu investimento estéril e, inclusive, sujeito a ser consumido pela maioria*”, neste sentido, EVARISTO MENDES, “Exoneração de sócios. Direito geral de exoneração por justa causa nas sociedades por quotas?”, in: *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista (DSR)*, Almedina, Coimbra, (2013), p. 63; na doutrina alemã, HÜLSMANN, “Rechtspraktische Probleme beim Austritt von Gesellschaftern aus einer GmbH”, in: *GmbHHR*, (2003), pp. 186 e ss.

<sup>79</sup> Neste sentido, JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Consignação em depósito e aquisição tendente ao domínio total de sociedade”, in: *Revista de Legislação e Jurisprudência (RLJ)*, Ano 138.º, n.º 3957, Julho-Agosto 2009, Coimbra Editora, Coimbra, (2009), p. 369.



A esta luz, a da simetria de tratamento entre os accionistas minoritários, não se compreende que a sociedade aberta possa perder a qualidade de sociedade aberta, quando um accionista passe a deter, em consequência da OPA, mais de 90 % dos direitos de voto (participação directa ou indirecta), se essa qualidade for requerida pelo próprio oferente ou pela sociedade à CMVM (artigo 27.º, n.º 1, alínea *a*), e n.º 2, do CVM), e, diferentemente da perda da qualidade de sociedade aberta em assembleia geral da sociedade por maioria não inferior a 90 % do capital social (artigo 27.º, n.º 1, alínea *b*), e n.º 3, do CVM), a sociedade não tenha que indicar um accionista que se obrigue a adquirir, no prazo de três meses após o deferimento da CMVM, os valores mobiliários pertencentes nessa data aos accionistas minoritários.

Aqui chegados, uma de duas: ou se considera que a resposta sistémica para esta aparente (e injustificada) desigualdade de tratamento entre os accionistas minoritários pode ser suprida à luz de um esforço de reconstrução sistemática, ou não.

No primeiro caso, a doutrina afirma que o artigo 27.º, n.º 1, alínea *a*), do CVM é claro ao exigir que o accionista requerente da perda da qualidade de sociedade aberta tenha adquirido mais de 90 % dos votos em “consequência de oferta de aquisição”<sup>80</sup>.

Tal significa que o preceito não pode ser entendido sem uma subordinação sistemática ao regime da OPA. A possibilidade de a sociedade ou de o oferente requererem, nos termos do n.º 2, a perda da qualidade de sociedade aberta surge compreendido ainda no processo de uma oferta pública de aquisição. Há uma dependência genética e funcional da faculdade prevista no artigo 27.º, n.º 1, alínea *a*) relativamente aos termos e condições da OPA realizada e dos concretos meios de tutela facultados por esta aos accionistas minoritários. Um outro dado concorre nesse sentido: a faculdade de requerer a perda da qualidade de sociedade aberta prevista no artigo 27.º, n.º 2, in fine é atribuída ao oferente e não accionista maioritário<sup>81</sup>.

Certamente que o oferente em causa deterá sempre mais de 90 % dos direitos de voto, mas importa salientar que é enquanto oferente numa OPA – e não enquanto mero accionista detentor de mais de 90 % dos direitos de voto – que o delisting pode ser por ele requerido. Ou seja: o delisting não é um direito do accionista a quem são imputáveis mais de 90 % dos direitos de voto, mas sim uma faculdade do oferente no contexto de uma OPA. Neste sentido, com-

<sup>80</sup> Ver, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA/DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda de qualidade de sociedade aberta (delisting de acções) e tutela dos accionistas minoritários”, *cit.*, p. 76.

<sup>81</sup> Ver, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA/DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda de qualidade de sociedade aberta (delisting de acções) e tutela dos accionistas minoritários”, *cit.*, p. 76.

preende-se bem que, caso a fasquia dos 90 % se atinja apenas com aquisições subsequentes à OPA, não se se considere verificado o fundamento para recorrer à perda de qualidade de sociedade aberta<sup>82</sup>.

Por conseguinte, se a um accionista lhe são imputáveis mais de 90 % dos direitos de voto de certa sociedade, sem que a sua posição jurídica resulte do sucesso de uma OPA, esse accionista, desejando a perda da qualidade de sociedade aberta, terá de lançar mão do disposto no artigo 27.º, n.º 1, alínea b), do CVM. Ou seja: terá de i) promover a realização de uma assembleia geral; e ii) obter nela um quórum deliberativo não inferior a 90 % do capital social (e não dos direitos de voto)<sup>83</sup>.

E mesmo que a sua posição accionista lhe permita obter isoladamente o quórum deliberativo assinalado em iii) sempre os accionistas minoritários poderiam então alienar as suas acções nos termos do artigo 27.º, n.º 3 e 4, do CVM. Por outro lado, a tutela dos accionistas minoritários poderá naturalmente resultar da conjugação desta norma (artigo 27.º, n.º 1, alínea a), do CVM) com outros dados do sistema jurídico. Uma das hipóteses que melhor o demonstra dá-se quando, na sequência de uma OPA, surge para os sócios minoritários que não venderam as suas acções um direito de alienação potestativa nos termos do artigo 196.º, do CVM, articulado com o disposto no artigo 194.º, do CVM (verificados, claro está, os respectivos requisitos)<sup>84</sup>.

Se a OPA prevista neste último preceito alcançar o sucesso aí referido, então os accionistas minoritários podem exercer o seu direito de alienação potestativa. E podem fazê-lo, indiscutivelmente, nas condições do artigo 196.º, requerida que seja, na sequência da OPA, a perda da qualidade de sociedade aberta ao abrigo do artigo 27.º, n.º 1, alínea a), do CVM<sup>85</sup>.

Temos, portanto, que, se a lei confere ao oferente o direito de requerer a perda da qualidade de sociedade aberta na sequência de uma OPA, caso o resultado dessa OPA configure a hipótese do artigo 194.º, do CVM, os accionistas minoritários têm sempre, sem sombra de dúvida, um direito de alienação potestativa que podem exercer, em certos termos, perante a decisão de delisting que lhes seja entretanto anunciada. Há, portanto, situações que caem na alçada do artigo 27.º, n.º 1, alínea a) e n.º 2 em que os accionistas em que

<sup>82</sup> Ver, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA/DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda de qualidade de sociedade aberta (delisting de acções) e tutela dos accionistas minoritários”, *cit.*, p. 76.

<sup>83</sup> Ver, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA/DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda de qualidade de sociedade aberta (delisting de acções) e tutela dos accionistas minoritários”, *cit.*, p. 76.

<sup>84</sup> Ver, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA/DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda de qualidade de sociedade aberta (delisting de acções) e tutela dos accionistas minoritários”, *cit.*, p. 78.

<sup>85</sup> Ver, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA/DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda de qualidade de sociedade aberta (delisting de acções) e tutela dos accionistas minoritários”, *cit.*, p. 78.

os accionistas minoritários “vítimas” do delisting sempre têm garantido o seu direito de alienação potestativa. É o que deriva da interpretação conjugada do artigo 27.º, n.º 1, alínea *a*), e do artigo 196.º, do CVM<sup>86</sup>.

A este respeito, um outro sector da doutrina nacional considera que a não consagração de direito paralelo nos casos que agora nos ocupam só poderá resultar de falha legislativa, que não concebeu a possibilidade de haver situações em que o artigo 196.º, do CVM não se aplica cumulativamente com o pedido de perda da qualidade. Essa doutrina considera, no entanto, que a ratio tanto do artigo 196.º como do artigo 27.º, n.º 3, alínea *a*), do CVM é a mesma: a da inexigibilidade de permanência na sociedade. No entanto, a inexigibilidade no primeiro caso está associada ao facto de, na sequência da aquisição de um controlo de 90 % dos direitos de voto, os accionistas minoritários deixarem de ter qualquer influência na sociedade, ficando, na prática, com uma posição “morta”. No segundo artigo, a ratio relaciona-se com a perda de informação e de outros benefícios que resultavam do facto de serem accionistas de uma sociedade aberta e, simultaneamente, com a diminuição da circulabilidade das suas acções. No presente caso, a analogia deverá, portanto, ser feita com esta disposição, sendo o valor da contrapartida calculado nos termos do artigo 188.º, do CVM<sup>87</sup>.

Nos antípodas, se se considerar que a resposta sistemática não reside neste (ou noutro) esforço de reconstrução sistemática, o caminho a percorrer só poderá ser o da inconstitucionalidade material do artigo 27.º, n.º 1, alínea *a*), do CVM, nos moldes que veremos seguidamente.

#### **V) As participações sociais como unidades de valor e o poder-dever dos accionistas minoritários de as negociar num mercado livre e regulamentado: o direito de propriedade como expressão da liberdade patrimonial**

A literalidade do artigo 27.º, n.º 1, alíneas *a*) e *b*), do Código dos Valores Mobiliários não deixa margem para dúvidas: de acordo com o desenho legal constante do artigo 27.º, n.º 1, alíneas *a*) e *b*), só na segunda hipótese (a positivada no artigo 27.º, n.º 1, alínea *b*), do CVM) é que assiste aos *accionistas minoritários* um *direito de alienação potestativa* das suas acções (artigo 27.º, n.º 3 e 4, e artigo 28.º, n.º 2, do CVM).

<sup>86</sup> Ver, MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA/DIOGO COSTA GONÇALVES, “Perda de qualidade de sociedade aberta (delisting de acções) e tutela dos accionistas minoritários”, *cit.*, p. 78.

<sup>87</sup> Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “*Going dark*: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração”, *cit.*, p. 614.

O que o desenho legal do artigo 27.º, n.º 1, alíneas *a)* e *b)*, do Código dos Valores Mobiliários parece olvidar é que, não só não existe uma justificação plausível para a desigualdade de tratamento entre os accionistas minoritários, como essa discriminação negativa implica, num dos casos, o da alínea *a)*, do artigo 27.º, n.º 1, do CVM, a expropriação de facto das participações sociais dos accionistas minoritários, porquanto a perda da qualidade de sociedade aberta (delisting) não é acompanhada pelo direito de alienação potestativa das suas acções, e, inerentemente, pelo direito de exoneração do seio da sociedade comercial.

Por conseguinte, implica, natural e necessariamente, o esvaziamento total do direito de propriedade dessas participações sociais (artigo 62.º, n.º 1, da CRP, artigo 6.º, da Lei Básica de Macau).

Mais: esse desenho legal obnubila a ideia de que cada participação social configura uma unidade de valor; uma unidade de capital que, pela dimensão patrimonial que incorpora, deve merecer a tutela do direito justamente no momento mais frágil da sua circulabilidade efectiva: a perda da qualidade de sociedade aberta; porque esse delisting significa, on its face, a frustração das legítimas expectativas de negociabilidade das participações sociais no mercado dos valores mobiliários e, por outro lado, a imediata perda de liquidez das participações minoritárias, que ficam “presas” a um activo mobiliário completamente desvalorizado.

Mais ainda: esse desenho legal desconsidera a acção mobiliária, enquanto estrela polar do firmamento jus-societário.

Porquanto, dispõe o artigo 271.º, do Código das Sociedades Comerciais que, “na sociedade anónima, o capital é dividido em acções”, sendo este um elemento caracterizador do tipo social em questão. Quer o capital, quer as acções possuem uma necessária expressão nominal (artigo 276.º, n.º 1, do CSC, artigo 393.º, n.º 2, do Código Comercial de Macau), a consignar nos estatutos (artigo 9.º, n.º 1, alínea *f)*, e artigo 272.º, alínea *a)*, do CSC, artigo 395.º, alínea *a)*, do Código Comercial de Macau). A emissão de acções tem na sua base a dotação da sociedade com um valor patrimonial pelo menos igual ao respectivo valor nominal ou estatutário (artigo 298.º, artigo 25.º, n.º 1, do CSC). A garantia patrimonial dos credores sociais fica limitada ao activo social (artigo 271.º, do CSC). Por conseguinte, nesta altura, a participação social de cada sócio fundador – adquirida por efeito do contrato de sociedade (artigo 274.º e 37.º, do CSC) que dá origem à sociedade anónima em formação – passa, também ela, a ficar dividida em acções<sup>88</sup>.

<sup>88</sup> Neste sentido, MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA COSTA/EVARISTO MENDES, “Transmissão de acções tituladas nominativas”, in: *Revista de Legislação e Jurisprudência (RLJ)*, Ano 139.º, n.º 3959, Novembro-Dezembro 2009, Coimbra Editora, Coimbra, (2009), p. 66.

Estas representam, pois, simultaneamente, fracções ou unidades de capital e unidades de participação social. Todavia, há mais do que isso. A sociedade comercial encontra-se, em grande medida, estruturada com base nelas. Na verdade, uma vez constituída a corporação, as mesmas ganham autonomia, quer como elemento ou princípio organizativo (lado interno), quer como valores transaccionáveis ou de tráfico jurídico, formando uma específica forma de riqueza mobiliária ou circulante (lado externo). Esta particular configuração da sociedade e das relações de participação visa satisfazer um objectivo primordial: a criação de um instrumento financeiro de valor relativamente pequeno de de circulação fácil e segura, capaz de atrair a poupança disponível para a actividade produtiva. Na óptica do legislador, os accionistas – que, ao contrário do que sucede com os outros tipos sociais, apenas secundariamente surgem na lei qualificados como sócios – são, antes de tudo, investidores, simples ou qualificados. Investem em acções-valores, que, no confronto com instrumentos financeiros alternativos, têm de específico uma adicional dimensão corporativa<sup>89</sup>.

Tal significa colocar em primeiro plano a dimensão de valor que as acções encerram – o seu carácter de dispositivos de investimento – e realçar a sua aptidão circulatória. Como se compreende, a dimensão social, que, na linguagem da lei, lhes é inerente (arts.º 304.º e 324.º, n.º 1, alínea *a*), do CSC), pode determinar em maior ou menor grau esse valor. Mas, para o efeito, o que se mostra decisivo não é tanto o exercício efectivo dos direitos que integram a correspondente posição de sócio; é, antes a possibilidade efectiva de o fazer<sup>90</sup>.

Assim, denota-se uma ligação genética e funcional entre as participações sociais, enquanto unidades de valor e unidades de circulação mobiliária, e a liberdade de as negociar livremente num mercado aberto e regulamentado: a esta luz, o direito de propriedade, na sua vertente positiva, surge intimamente ligado com a liberdade de exercício dos direitos inerentes a essa propriedade ou, pelo menos, com a liberdade efectiva de o poder fazer.

<sup>89</sup> Neste sentido, MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA COSTA/EVARISTO MENDES, “Transmissão de acções tituladas nominativas”, *cit.*, p. 66.

<sup>90</sup> Neste sentido, MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA COSTA/EVARISTO MENDES, “Transmissão de acções tituladas nominativas”, *cit.*, p. 67.

V.1) ***A inconstitucionalidade material do artigo 27.º, n.º 1, alínea a), do Código dos Valores Mobiliários (CVM), por violação do princípio da proibição do défice ou da insuficiência (artigo 2.º, da CRP, artigo 9.º, alínea b), da CRP, artigo 4.º, da Lei Básica de Macau), enquanto manifestação de uma protecção insuficiente ou deficitária do direito de propriedade das participações sociais (artigo 62.º, n.º 1, da CRP, e artigo 6.º, da Lei Básica de Macau) e do valor patrimonial que as incorpora***

A esta luz, a da ligação estreita entre liberdade e propriedade, este (o direito de propriedade) é configurado como um *direito geral de liberdade*.

Assim, há um conjunto de *direitos de liberdade individuais* dos accionistas minoritários, que emergem na sequência da perda da qualidade de sociedade aberta, dentre os quais o *direito de alienação potestativa* das suas participações sociais e o *direito de exoneração* da sociedade aberta, que é protegido pelo *direito fundamental de propriedade* (artigo 62.º, n.º 1, da CRP, artigo 6.º, da Lei Básica de Macau).

Nesta configuração, a “propriedade é liberdade”. É a manifestação jurídico-constitucional da liberdade que se “objectivou” (em sentido literal) nos *bens exteriores com valor patrimonial*<sup>91</sup>.

Por essa razão, o direito fundamental de propriedade, representa um entreposto de protecção do *adquirido no passado* contra a *acção futura do legislador*, na medida em que *subordina a ideia da expropriação à ideia do domínio emitente* do proprietário sobre todos os seus bens<sup>92</sup>.

Com base na apontada conexão entre propriedade e liberdade, a garantia constitucional da propriedade há-de estruturar-se, pois, entre o respectivo fundamento na ideia de liberdade e respectivas determinações ou características estruturais directamente resultantes da Constituição, por um lado, e a sua conformação pelo legislador, através das concretas posições jurídicas, por outro. Assim, pode falar-se numa tensão entre a consideração da propriedade como emanação da liberdade individual, que justifica a respectiva tutela constitucional<sup>93</sup>, sempre que a intervenção modeladora do legislador configure a derrogação dos direitos dos accionistas minoritários, inerentes à dimensão patrimonial

<sup>91</sup> Neste sentido, na doutrina alemã, GÜNTHER DURIG, “Der Staat und die Vermögenswerten öffentlich-rechtlichen Berechtigungen seiner Bürger”, p. 31.

<sup>92</sup> Neste sentido, na doutrina alemã, ANNE LENZE, Staatsbürgerversicherung und Verfassung, pp. 45–66; no sentido de que a protecção do *direito de propriedade* abarca os “*direitos adquiridos com valor patrimonial*”; J. FROWEIN/W. PEUKERT, *Europäische Menschenrechtskonvention Kommentar*, 3. Auflage, (2010), pp. 635–641.

<sup>93</sup> Ver, MIGUEL NOGUEIRA DE BRITO, *A Justificação da Propriedade Privada numa Democracia Constitucional*, Coleção Teses, dissertação de doutoramento, Almedina, Coimbra, (2012), p. 949.

das suas participações sociais, consistente num “direito à não eliminação de posições jurídicas”<sup>94</sup>.

Esse “direito à não eliminação de posições jurídicas” dos accionistas minoritários, é derogado, no caso da alínea *a*), do n.º 1, do artigo 27.º, do CVM, quando não prevê, ao contrário do que acontece com a alínea *b*), do n.º 1, do artigo 27.º, do CVM, um direito de alienação potestativa das participações sociais e um direito de exoneração do seio da sociedade comercial, inerentes às posições minoritárias, directamente afectadas pela desvalorização abrupta das suas acções e pela impossibilidade de negociação e alienação dos mesmos, emergente da perda da qualidade de sociedade aberta.

Numa palavra: o legislador do CVM, ao edificar a alínea *a*), do n.º 1, do artigo 27.º, do CVM, não curou de tutelar suficientemente a posição jurídica dos accionistas minoritários, na sequência do delisting, esvaziando totalmente o seu direito de propriedade (artigo 62.º, n.º 1, da CRP, artigo 6.º, da Lei Básica de Macau, artigo 1.º do Primeiro Protocolo Adicional à Convenção Europeia dos Direitos do Homem), configurando, assim, uma vera *expropriação de facto*<sup>95</sup>, é dizer, uma *expropriação ilícita*<sup>96</sup>.

Por esse motivo, já é possível vislumbrar a violação do princípio da proibição da insuficiência e do défice (artigo 2.º da CRP, artigo 9.º, alínea *b*), da CRP, artigo 4.º, da Lei Básica de Macau), por ausência de mecanismos efectivos de tutela jurisdiccional efectiva do direito de propriedade dos accionistas minoritários

<sup>94</sup> Ver na doutrina alemã, ROBERT ALEXY, *Theorie der Grundrechte*, Frankfurt am Main, (1991), p. 177.

<sup>95</sup> A jurisprudência do *Tribunal Europeu dos Direitos do Homem (TEDH)* tem caminhado sistematicamente no sentido de que certas ablações do direito de propriedade constituem uma “*expropriação de facto*”, na medida que *esvaziam* as suas faculdades jurídicas contidas no “*âmbito de protecção do direito de propriedade*”. Com efeito, as *participações sociais (valores mobiliários)*, as quais, na medida em que tenham valor económico, são consideradas “*bens*”. A protecção destes “*bens*” não se reduz à titularidade da participação social, incluindo o feixe complexo de direitos a ela associado, como sejam o direito de voto e o direito de influenciar a condução da empresa, assim como o *direito de partilhar os proveitos* no caso de dissolução da empresa; ver, Acórdão do TEDH *Bramelid and Malmstrom* considerandos § 45-48; Acórdão do TEDH *Sovtransavto Holding c. Ucrânia*, de 25 de Junho de 2002, considerandos § 91-93; Acórdão do TEDH *Olczack*, § 60; quanto à “*expropriação de facto*”; Acórdão do TEDH *Fredin c. Suécia*, de 18 de Fevereiro de 1991, considerando § 45; Acórdão do TEDH *Lindheim et autres c. Noruega*, de 12 de Junho de 2012, considerando § 77; uma súmula destes arestos jurisprudenciais pode ser encontrada em TIAGO MACIEIRINHA, “O direito de propriedade na Convenção Europeia dos Direitos do Homem”, in: *O Direito*, ano 146.º, I, (2014), Director: Jorge Miranda, Almedina, Coimbra, (2014), pp. 71-104.

<sup>96</sup> A jurisprudência dos tribunais superiores ingleses enquadra estes casos tipológicos no conceito típico de *expropriação ilícita (wrongful expropriation)* aos accionistas minoritários, ver o *leading case*, *Menier v Hooper's Telegraph Works, Ltd* (1874 9 Ch App 350); no mesmo sentido, *Kerry v. Maori Dream Gold Mines Ltd* (1898) 14 T.L.R. 402; e, no âmbito da “*fraud on minority*”, no sub-tipo *expropriação da propriedade da minoria pela maioria*, ver, *Brown v. British Abrasive Wheel Co. Ltd*, (1919) 1 Ch 290.

(artigo 268.º, n.º 4, da CRP, artigo 62.º, n.º 1, da CRP, artigo 6.º, da Lei Básica de Macau), no quadro contextual do artigo 27.º, n.º 1, alínea *a*), do CVM, atenta a sua natureza de norma de protecção dos accionistas minoritários.<sup>97-98</sup>

Com efeito, e como o Tribunal Constitucional<sup>99</sup> tem sempre dito, o princípio da proporcionalidade ou da proibição do excesso<sup>100</sup>, enquanto princípio vinculativo das acções de todos os poderes públicos<sup>101</sup>, decorre antes do mais das próprias exigências do Estado de direito a que se refere o artigo 2.º da Constituição, por ser consequência dos valores de segurança nele inscritos. Como se sabe, o que através dele se pretende é evitar cargas coactivas excessivas ou ingerências desmedidas na esfera jurídica dos particulares<sup>102</sup>.

No entanto, tal como do princípio do Estado de direito decorre o imperativo constitucional de proibição do excesso (*Übermaßverbot*), também do mesmo princípio decorre a proibição da insuficiência ou do deficit<sup>103</sup>: é tão censurável, para a perspectiva constitucional, que o legislador imponha cargas excessivas aos particulares, quanto o é que adopte medidas insuficientes<sup>104-105-106</sup> para pro-

<sup>97</sup> Neste sentido, ADELAIDE MENEZES LEITÃO, *Normas de Protecção e Danos Puramente Patrimoniais*, dissertação de doutoramento, Coimbra, Almedina, (2009), pp. 799 e seguintes.

<sup>98</sup> Sobre a incumbência do Tribunal Constitucional de “*protecção dos direitos fundamentais de indivíduos e pessoas jurídicas*”, MARIA LÚCIA AMARAL, “Competências complementares do Tribunal Constitucional Português”, *Studia Iuridica* 102, in: *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra (BFUDC)*, Volume II, Constituição e Estado: entre Teoria e Dogmática, Organizadores: Fernando Alves Correia/Jónatas E.M. Machado/João Carlos Loureiro, Coimbra, Coimbra Editora, (2013), p. 55.

<sup>99</sup> Neste sentido, Acórdão do Tribunal Constitucional 205/2000, e Acórdão do Tribunal Constitucional 491/2002, disponíveis em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>100</sup> Neste sentido, JOSÉ CARLOS VIEIRA DE ANDRADE, *Os Direitos Fundamentais na Constituição Portuguesa de 1976*, 3.ª edição, Coimbra, Almedina, (2007), pp. 79-110.

<sup>101</sup> Neste sentido, na doutrina italiana, MASSIMO DONINI, “Un Derecho Penal Fundado en la Carta Constitucional: Razones y Limites. La Experiencia Italiana”, in: *Revista Penal*, n.º 8, (2001), pp. 56 e ss.

<sup>102</sup> Neste sentido, GOMES CANOTILHO, *Direito Constitucional e Teoria da Constituição*, Coimbra, Almedina, (2003), 7.ª ed., p. 273.

<sup>103</sup> Neste sentido, na doutrina italiana, LUIGI FERRAJOLI, *Derecho y Razón – Teoría del Garantismo Penal*, 2ª edição, Madrid, Trotta, pp. 78 e ss.

<sup>104</sup> Neste sentido, JORGE REIS NOVAIS, *Os Direitos Sociais, Teoria Jurídica dos Direitos Sociais enquanto Direitos Fundamentais*, Coimbra, Coimbra Editora, (2010), pp. 94, pp. 310, 312, 370;

<sup>105</sup> Neste sentido, JOSÉ DE MELO ALEXANDRINO, “A indivisibilidade dos direitos do homem à luz da dogmática da dogmática constitucional”, in: *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor José Joaquim Gomes Canotilho*, *Studia Iuridica* 102, in: *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra (BFUDC)*, Volume III, Direitos e Interconstitucionalidade: entre Dignidade e Cosmopolitismo, Coimbra, Coimbra Editora, (2013), p. 34.

<sup>106</sup> No mesmo sentido, JOÃO CURA MARIANO, “A indemnização do dano da morte do nascituro já concebido e os imperativos constitucionais de tutela do Direito à vida”, in: *Estudos em Homenagem*



teger ou garantir a realização dos seus direitos, caso decorra da Constituição um dever de legislar<sup>107</sup> em ordem a essa protecção ou realização<sup>108-109-110-111</sup>.

Como vimos, a conformação do regime jurídico da perda da qualidade de sociedade aberta e do direito de propriedade das participações sociais dos accionistas minoritários, corresponde ao cumprimento de um dever de legislar<sup>112-113</sup>, que merecerá assim censura constitucional se vier a ser cumprido ou de forma excessiva ou de modo insuficiente ou deficitário<sup>114</sup>.

ao Prof. Doutor Jorge Miranda, Volume II, Direito Constitucional e Justiça Constitucional, Edição da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Coimbra, Coimbra Editora, (2012), pp. 106-107.

<sup>107</sup> Sobre o *juízo de ponderação do legislador*, no cumprimento do *dever de legislar*, GOMES CANOTILHO, “Cláusulas de rigor e Direito Constitucional”, in: *Revista de Legislação e Jurisprudência (RLJ)*, Ano 141, Novembro – Dezembro de 2011, Coimbra, Coimbra Editora, (2012), p. 71.

<sup>108</sup> Neste sentido, JOSÉ JOAQUIM GOMES CANOTILHO, *Direito Constitucional e Teoria da Constituição*, cit., p. 273;

<sup>109</sup> Neste sentido, muito recentemente, referindo-se à relação entre os *deveres estaduais de protecção jusfundamental* e a *proibição do défice*, JORGE PEREIRA DA SILVA, “Interdição de Protecção Insuficiente, Proporcionalidade e Conteúdo Essencial”, in: *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Jorge Miranda*, Volume II, Direito Constitucional e Justiça Constitucional, Coimbra Editora, Lisboa, Edição da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, (2012), pp. 188-195.

<sup>110</sup> Aproximadamente neste sentido, afirmando que “a tutela jurisdicional efectiva carece de conformação através da lei, ao mesmo tempo que lhe é congénita uma incontornável dimensão prestacional a cargo do Estado (e, hoje, também da União Europeia) (...) no sentido de colocar à disposição dos indivíduos uma organização judiciária e um leque de processos garantidores da tutela judicial efectiva”; Neste sentido, RICARDO BRANCO, “Algumas notas de Direito Comparado em torno da Consagração Constitucional da Tutela de Direitos com Recurso aos Tribunais: Um exercício a pretexto da necessidade de interpretar o artigo 20.º da Constituição Portuguesa”, in: *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Vol. III, Comissão Organizadora: José Lebre de Freitas/Rui Pinto Duarte/Assunção Cristas/Vítor Pereira das Neves/Marta Tavares de Almeida, Almedina, Coimbra, (2011), p. 47.

<sup>111</sup> Sobre o *núcleo essencial do Direito de acesso aos Tribunais* e à *tutela jurisdicional efectiva*, com muito interesse, V. PAULA COSTA E SILVA, “De Minimis Non Curat Praetor. O acesso ao sistema judicial e os meios alternativos de resolução de controvérsias: alternatividade efectiva e complementariedade”, in: *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pitta e Cunha*, Vol. III, Direito Privado, Direito Público e Vária, Organizadores: Jorge Miranda/António Menezes Cordeiro/Eduardo Paz Ferreira/José Duarte Nogueira, Coimbra Editora, Coimbra, (2010), p. 294.

<sup>112</sup> Sobre o *perfil do legislador*, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil Português, Direito das Obrigações*, II, Tomo III, Gestão de negócios, Enriquecimento sem causa, Responsabilidade Civil, Coimbra, Almedina, (2010), pp. 652-678.

<sup>113</sup> Sobre o paradigma do *legislador razoável*, no cumprimento do *dever de legislar*, JOSÉ CARLOS VIEIRA DE ANDRADE, “A responsabilidade civil do Estado por danos decorrentes do exercício da função legislativa”, in: *Revista de Legislação e Jurisprudência (RLJ)*, Ano 142, N.º 3980, Maio – Junho de 2013, Coimbra, Coimbra Editora, (2013), pp. 294-297.

<sup>114</sup> Neste sentido, na doutrina brasileira, INGO SARLET, “Constituição e Proporcionalidade: o direito penal e os direitos fundamentais entre proibição de excesso e de insuficiência”, in: *Revista dos Estudos Sociais Criminais*, n.º 12, ano 3, Sapucaia do Sul, Editora Nota Dez, (2003), pp. 9 e ss.

Sobre o que seja o princípio da “proibição do défice”, ou da “proibição da insuficiência” (*Untermaßverbot*)<sup>115</sup>, e sobre as circunstâncias apertadas em que pode o juiz constitucional censurar uma medida legislativa por esta se mostrar, face a deveres estaduais de protecção ou de prestação de normas, deficitária ou insuficiente, já se pronunciou com clareza o Tribunal Constitucional<sup>116-117</sup>.

Basicamente, na esteira da jurisprudência do Tribunal Constitucional, poderá considerar-se que existe um deficit inconstitucional de protecção (ou de prestação normativa), quando as entidades sobre as quais recai o dever de proteger adoptam medidas insuficientes para garantir a protecção adequada<sup>118</sup> às posições jusfundamentais em causa, sendo que tal sucede sempre que se verificar um duplo teste: (i) sempre que se verificar que a protecção não satisfaz as exigências mínimas de eficiência que são requeridas pelas posições referidas; (ii) cumulativamente, sempre que se verificar que tal não é imposto por um relevante interesse público, constitucionalmente tutelado.

Para que se saiba se a protecção adoptada satisfaz ou não as exigências mínimas de eficiência requeridas pelas posições jusfundamentais em causa necessário é que se tenha em conta a intensidade do perigo ou do risco de lesão que pode resultar, para as referidas posições, da medida legislativa sob juízo<sup>119</sup>.

Com efeito, mostrou-se à saciedade, que o legislador que editou o artigo 27.º, n.º 1, alínea *a*), do CVM, com a supressão, na sequência da perda da qualidade de sociedade aberta, da alienação potestativa das participações sociais dos accionistas minoritários e do respectivo direito de exoneração do seio da sociedade comercial, privou o referido diploma legal de mecanismos efectivamente protectores do direito de propriedade dos accionistas minoritários, directa e pessoalmente afectados pela perda da qualidade de sociedade aberta,

<sup>115</sup> Neste sentido, LÉNIO LUIZ STRECK, “Bem Jurídico e Constituição, Da Proibição do Excesso (*Übermaßverbot*) à Proibição da Protecção Deficiente (*Untermaßverbot*), ou de como não há blindagem contra Normas Penais Inconstitucionais”, in: *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra (BFDUC)*, VOL. LXXX, (2004), pp. 316 e ss.

<sup>116</sup> Neste sentido, Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 75/2010, relatado pelo Exmo. Senhor Conselheiro Sousa Ribeiro, Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 166/2010, relatado pela Exma. Senhora Conselheira Maria Lúcia Amaral, disponíveis em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>117</sup> Neste sentido, mais recentemente, Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 269/2010; Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 270/2010; Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 222/2011, todos disponíveis em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>118</sup> Neste sentido, LUÍS PEREIRA COUTINHO, “Sobre a Justificação às restrições aos Direitos Fundamentais”, in: *Revista do CEJ*, 2º Semestre, Número 12, Almedina, Coimbra, (2010), pp. 20-21.

<sup>119</sup> Na doutrina alemã, no âmbito do processo legiferante, sobre as *regas da experiência captadas normativamente* sob uma perspectiva de análise estatística (simples e elementar), no cruzamento reflexivo com a denominada “*injustiça da generalização*”, GABRIELLE BRITZ, *Einzelfallgerechtigkeit versus Generalisierung*, Tübingen, (2008), pp. 23-47.

não logrando passar o exame de eficiência entronizado pela mais autorizada doutrina alemã<sup>120</sup>, e, por isso, claudicando, igualmente, no triplo teste da adequação, da necessidade e da proporcionalidade em sentido estrito<sup>121</sup>, uma vez que esvazia o conteúdo essencial<sup>122</sup> daquele direito fundamental, na medida em que subtrai às posições minoritárias o seu (inalienável) direito a uma compensação justa e equitativa emergente da desvalorização abrupta e da perda de liquidez imediata das suas participações sociais.

## **VI) O *Delisting* de participações sociais em Macau e em Hong Kong; a jurisprudência do *Delaware Chancery Court (MFW Shareholders Litigation)* em matéria da “maioria dos minoritários” (“majority of the minority”) e a sujeição das *Going-Private Transactions* à *entire fairness doctrine* – brevíssimas notas**

Os casinos, de longe a fonte primacial de rendimento da Região Administrativa Especial de Macau da República Popular da China, têm a sua sede social em Hong Kong, onde estão inscritos no *Hong Kong Stock Exchange*<sup>123</sup>.

<sup>120</sup> Neste sentido, na doutrina alemã, ISENSEE, “Das Grundrecht als Abwehrrecht und als Schutzpflicht”, in: ISENSEE/KIRCHHOF (hrsg.), *HGDE*, Band II, Heidelberg, (2006), pp. 232-233.

<sup>121</sup> Neste sentido, na doutrina alemã, STÖRRING, *Das Untermaßverbot in der Diskussion*, Berlin, (2009), pp. 123 e ss.

<sup>122</sup> Ver, na doutrina alemã, sobre a “*garantia do conteúdo essencial*”, MATHIAS MAYER, *Untermaß, Übermaß und Wesensgehaltsgarantie. Die Bedeutung staatlicher Schutzpflichten für den Gesetzgebers im Grundrechtsbereich*, Baden-Baden, (2005), pp. 23-37; na doutrina portuguesa, CRISTINA QUEIROZ, *O Tribunal Constitucional e os Direitos Sociais*, Coimbra Editora, Coimbra, (2014), p. 62; sobre o dever de protecção jusfundamental concebido como dever de actuação das normas jusfundamentais; JOSÉ JOAQUIM GOMES CANOTILHO, “Vinculação e Aplicabilidade Directa de Normas de Direitos Fundamentais. Eficácia Externa, Matrizes Comunicacionais e Espaço Público”, in: *Homenagem ao Prof. Doutor António José Avelãs Nunes, Boletim de Ciências Económicas*, Volume I, Universidade de Coimbra, Coimbra, (2014), pp. 983 e ss; aludindo aos casos de *esvaziamento total do direito de propriedade*, JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, “A jurisprudência constitucional portuguesa sobre propriedade privada”, in: *XXV Anos de Jurisprudência Constitucional Portuguesa*, Coimbra Editora, Coimbra, (2009), p. 415; referindo-se, no contexto da inconstitucionalidade por omissão, ao *manifesto défice de protecção*, JORGE REIS NOVAIS, *Direitos Fundamentais e Justiça Constitucional em Estado de Direito Democrático*, Coimbra Editora, Coimbra, (2013), p. 287; aludindo à necessidade de “*concretização dos direitos sociais fundamentais*”, FERNANDO ALVES CORREIA, “A Concretização dos Direitos Sociais pelo Tribunal Constitucional”, in: *Revista de Legislação e Jurisprudência (RLJ)*, Ano 137, Julho – Agosto de 2008, Coimbra, Coimbra Editora, (2008), p. 355; num âmbito mais alargado, RÚBEN RAMIÃO, “O princípio da proporcionalidade como instrumento de protecção jusfundamental”, in: *O Direito*, Director: Jorge Miranda, Ano 147.º, II, (2015), pp. 442 e ss.

<sup>123</sup> Muito recentemente, mais propriamente em Janeiro de 2015, um dos concessionários da indústria do jogo em Macau, o *Melco Crown Entertainment Ltd*, solicitou o *delisting* do *Hong Kong Stock*

Logo, a desprotecção acentuada dos accionistas minoritários, em face da perda de qualidade de sociedade aberta, que se verifica em Portugal, não se verifica na India Stock Exchange, na Singapore Stock Exchange, na Toronto Stock Exchange e, para o aqui nos interessa, no Hong Kong Stock Exchange: todas elas contêm um regime jurídico que consagra, em termos inequívocos, a regra “*maioria dos minoritários*” (*majority of the minority*).

Com efeito, o § 8 (1) (b) Securities and Exchange Board of India (delisting of equity shares) Regulations, contêm uma norma de acordo com a qual só pode haver exclusão do mercado se o número de votos favoráveis emitidos pelos accionistas não controladores for, pelo menos, o dobro dos votos desfavoráveis emitidos pelo mesmo grupo. A Parte IV (Delistings) do Singapore Stock Exchange, o capítulo VI da Stock Exchange of Hong Kong e a Toronto Stock Exchange Policy prevêm uma solução similar: é a regra da “*maioria dos minoritários*” (*majority of the minority*)<sup>124</sup>.

Noutros quadrantes geográficos, mas animado do mesmo espírito de protecção dos accionistas minoritários, a regra da *majority of the minority* foi recentemente confirmada, no âmbito das going-private transactions, pela landmark decision da Delaware Chancery Court, MFW Shareholders Litigation 67 A.3 496 (Del. Ch. 2013).

Com efeito, nessa decisão o Delaware Chancery Court reforçou a sua linha jurisprudencial anterior, e reafirmou a validade, nos casos de going-private transaction, da *entire fairness doctrine*, em sede da qual “*the board of directors enjoys a presumption of sound business judgement rule, and its decision will not be disturbed if they can be attributed to any rational business*”<sup>125</sup>.

*Exchange*, consabidamente o *Chinese financial hub*, argumentando, em síntese, “*the limited fundraising opportunities and onerous compliance obligations and costs*”; ver, com muito interesse, *Wall Street Journal*, 03 de Janeiro de 2015 (acesso em 25-12-2015); curiosamente, as razões apresentadas para o *delisting* pelo *Melco Crown Entertainment Ltd*, coincidem, no essencial, com as inventariadas pela doutrina norte-americana, M. HENDERSON/R. EPSTEIN, “*The Going-private Phenomenon: Causes and Implications* (Editorial)”, in: *University of Chicago Law Review (UCLR)*, Volume 76, Chicago, (2009), p. 1; noutras paragens, I. MARTINEZ/S. SERVE, “*The Delisting Decision: The Case of Buyout Offer with Squeeze-Out*”, in: *International Review of Law and Economics*, Volume 31, (2011), p. 228; A.K. ACHLEITNER, “*Private Equity Acquisitions of Continental European Firms: the Impact of Ownership and Control on the Likelihood of Being Taken Private*”, in: *European Financial Management*, Volume 19, (2013), p. 72.

<sup>124</sup> Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “*Going dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração*”, *cit.*, p. 607, nota 62.

<sup>125</sup> *Sinclair Oil Corp v. Levien*, 280 A. 2d 717, 720 (Del. 1971); na decisão *Cede & CO Technicolor, Inc*, 634 A. 2d 345 361 (Del. 1993) o Delaware Chancery Court afirmou, a este propósito, que “*To rebut the business judgement rule, a shareholder plaintiff assumes the burden of providing evidence that directors, in reaching their challenged decision, breached their duties of loyalty or due care. If a shareholder*

Por conseguinte, repisou o Delaware Chancery Court, nos casos de goin-g-private transaction, de âmbito mais vasto que a simples perda da qualidade de sociedade aberta (delisting), os accionistas maioritários (controladores) têm o ónus da prova de demonstrar, quer o fair dealing com o independent special committee board, quer o facto de a transacção ter sido concluída, no que se refere aos accionistas minoritários (minority stockholders), com um fair price.

A esta luz, a doutrina do entire fairness doctrine constitui uma guarda avançada dos accionistas minoritários, contanto que assegure, como é o caso, a alienação potestativa das participações sociais dos mesmos, bem como o seu direito de exoneração do seio da sociedade comercial impedindo, desse passo, a manutenção de valores mobiliários desvalorizados<sup>126</sup>.

É esse passo que o legislador português, animado do escopo primacial de reforçar a tutela dos accionistas minoritários, na sequência da perda da qualidade de sociedade aberta – delisting – (artigo 27.º, n.º 1, alínea a), do CVM), deve dar, assim que vislumbrar oportunidade legislativa.

Funchal (Madeira, com um relance do olhar para as Desertas), 19 de Abril de 2016.

*plaintiff fails to meet this evidentiary burden, the business judgement rule attaches to protect corporate officers and directors and the decision they make, and our courts will not second-guess these business judgments. The business judgement rule reflects the cardinal precept of the General Corporation Law of the State of Delaware that directors, rather than shareholders, manage the business and affairs of the corporation”* (no mesmo sentido, *Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d 805, 811 (Del. 1984); na decisão *Sterling v. Mayflower Hotel Corp*, 93 A. 2d 107, 110 (Del. 1952), o Delaware Chancery Court frisou que “*a majority shareholder standing “on both sides of the transaction bears the burden of establishing its entire fairness”*; no mesmo sentido, *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457. 2d 701, 710 (Del. 1983); *Rosenbalt v. Getty Oil Co.*, 493 A. 2d 929, 937 (1985); na doutrina norte-americana, RICHARD A. BOOTH, “Majority-of-the-Minority Voting and Fairness in Freezeout Mergers”, in: *Villanova University School of Law, Public Law and Legal Theory Working Paper* n.º 2014-1004, (2013), pp. 1-18.

<sup>126</sup> Um estudo científico norte-americano, realizado no âmbito da *Law and Finance* do delisting, refere, justamente, que “*perhaps the most immediate impact of the delisting announcement is on price*” (...) “*the graphs clearly shows dramatic price decline preceding the stock’s delisting*”; ver, na doutrina norte-americana, JONATHAN MACEY/MAUREEN O’HARA/DAVID POMPILIO, “Down and Out in the Stock Market: The Law and the Finance of the Delisting Process”, in: *Yale Law School Faculty Workshop*, (2004), pp. 21-22.