

# CONTRATO DE COLOCAÇÃO COM TOMADA FIRME (BREVES NOTAS)

CATARINA FIGUEIREDO RODRIGUES

## 1. INTRODUÇÃO

A intervenção de um intermediário financeiro nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários visa, essencialmente, salvaguardar o respeito pelos princípios de protecção do mercado e da confiança dos investidores. De entre as modalidades de colocação de valores mobiliários à disposição do oferente, a tomada firme é aquela que lhe proporciona uma maior segurança no que respeita ao sucesso da oferta, em contrapartida de um maior risco assumido pelo intermediário financeiro, em virtude da aquisição prévia dos valores mobiliários objecto da oferta.

Apesar de se tratar de um instituto cujo regime desfruta de uma certa coerência na evolução legislativa, o seu tratamento legal sofreu as adaptações típicas decorrentes do desenvolvimento dos mercados e das reformas efectuadas no sistema financeiro nas últimas décadas. O estudo mais aprofundado da tomada firme permite consolidar a análise de um conjunto de figuras que gravitam na sua órbita e que tocam as mais diversas áreas.

Atento o escopo do presente texto, limitar-nos-emos a identificar as questões tidas como essenciais e dar uma perspectiva o mais ampla possível do regime actualmente em vigor<sup>1</sup>.

## 2. INSERÇÃO SISTEMÁTICA E BREVE ENQUADRAMENTO HISTÓRICO

O contrato de colocação de valores mobiliários com tomada firme é regulado pelo Código dos Valores Mobiliários<sup>2</sup>, na Secção IV (Assistência e Colocação”), do Capítulo II (“Contratos de Intermediação”), do Título VI (“Intermediação”).

A referida Secção IV, como a própria epígrafe esclarece, respeita às actividades de assistência e colocação, secção onde se insere a *tomada firme*, prevista e regulada nos seguintes termos (artigo 339.º CVM):

*“1 - Pelo contrato de tomada firme o intermediário financeiro adquire os valores mobiliários que são objecto de oferta pública de distribuição e obriga-se a colocá-los por*

---

1- Para um estudo mais aprofundado deste instituto, v. RODRIGUES, Catarina Alexandra Figueiredo - *Contrato de Colocação com Tomada Firme*, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídicas Empresariais na Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, dactilografada, Lisboa, 2010.

2- Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro e republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, com as alterações sucessivamente introduzidas (doravante “CVM”). Os preceitos legais de ora em diante indicados sem referência ao diploma a que pertencem constam do CVM.

*sua conta e risco nos termos e nos prazos acordados com o emitente ou o alienante.*

*2 - O tomador deve transferir para os adquirentes finais todos os direitos de conteúdo patrimonial inerentes aos valores mobiliários que se tenham constituído após a data da tomada firme.*

*3 - A tomada firme não afecta os direitos de preferência na subscrição ou na aquisição dos valores mobiliários, devendo o tomador avisar os respectivos titulares para o seu exercício em termos equivalentes aos que seriam aplicáveis se não tivesse havido tomada firme.”*

Com o intuito de oferecer uma retrospectiva da regulação quer da tomada firme quer dos institutos que gravitam em torno desta figura e, bem assim, daqueles que lhe estão subjacentes (tais como, os conceitos de oferta pública e de intermediação obrigatória), faremos uma breve análise da legislação aplicável ao longo das últimas décadas.

Desta análise salienta-se que a tomada firme se encontra regulada no sistema jurídico português desde 1957, estando, portanto, já prevista em diplomas avulsos anteriores ao próprio Código do Mercado de Valores Mobiliários<sup>3</sup>.

## 2.1 Regime anterior ao C<sup>o</sup>MVM

Seguindo um critério cronológico, referimos, em primeiro lugar, o Decreto-Lei n.º 41403, de 17 de Novembro de 1957<sup>4</sup> (“DL 41403”), que configurava, no artigo 20.º, uma excepção à proibição de aquisição pelas instituições de crédito de participações no capital de outras

instituições de crédito, ao permitir “às instituições de crédito tomar firme a emissão de acções ou obrigações de outras instituições de crédito ou de empresas de qualquer natureza a fim de serem colocadas mediante subscrição pública”.

Ainda no seio da reforma do sistema bancário e com o objectivo expresso de regulamentar os princípios legais estabelecidos pelo DL 41403 e complementar o seu regime, foi publicado o Decreto-Lei n.º 42641, de 12 de Novembro de 1959<sup>5</sup> (“DL 42641”), sendo as referências à tomada firme feitas em moldes semelhantes ao que previa já o diploma que o antecedeu.

Por outro lado, o Decreto-Lei n.º 45296, de 8 de Outubro de 1963<sup>6</sup> (“DL 45296”), ainda no contexto da reorganização do sistema de crédito e da estrutura bancária mas agora no âmbito das províncias ultramarinas, regulava o exercício das funções de crédito e a prática dos demais actos inerentes à actividade bancária. O seu artigo 62.º permitia “aos bancos comerciais nas províncias ultramarinas tomar firme a emissão de acções e obrigações de outras instituições de crédito ou de empresas de qualquer natureza a fim de serem colocadas mediante subscrição pública nas mesmas províncias”, e o artigo seguinte, na senda do que já acontecia com o DL 41403 e com o DL 42641, traçava os limites aplicáveis a essa permissão legal.

## 2.2 Código do Mercado de Valores Mobiliários

Até à entrada em vigor do CVM, o C<sup>o</sup>MVM estabelecia a distinção entre o mercado

3- Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, doravante C<sup>o</sup>MVM.

4- Diário do Governo, I Série, n.º 301. Este diploma foi expressamente revogado com a entrada em vigor do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro, com as alterações posteriormente introduzidas (doravante “RGICSF”).

5- Diário do Governo, I Série, n.º 261. Este diploma foi revogado nos mesmos termos do DL 41403 (cfr. nota anterior).

6- Diário do Governo, I Série, n.º 236.

primário e o mercado secundário, regulados, respectivamente, nos Títulos II e III.

O mercado primário, também denominado mercado de emissão, servia duas funcionalidades: a emissão de valores mobiliários e a sua distribuição pelos investidores<sup>7</sup> através da subscrição<sup>8</sup>.

O mercado secundário, por seu lado, destinava-se às aquisições derivadas, isto é, às transmissões subsequentes de valores mobiliários já emitidos e em circulação<sup>9</sup>.

Acerca da distinção entre mercado primário e secundário em Espanha, pronunciou-se VEGA PÉREZ<sup>10</sup>, esclarecendo que “*La LMV*<sup>11</sup> (...) *revela que el mercado primario o de emisión que afecta a la creación de valores negociables y la adquisición originaria de los mismos por el público inversor - normalmente a través de oferta pública – es un mercado basicamente privado, un mercado en el que predomina el principio de libertad del emisor en la creación y colocación del producto que pretende transferir a los hipotéticos inversores (...)*”<sup>12</sup>.

O CºMVM distinguia, por um lado, as modalidades de subscrição<sup>13</sup> e, por outro, as modalidades de colocação<sup>14</sup>, em termos que, não obstante a clareza da letra da lei - porque assente em

diferentes perspectivas do processo de emissão, como adiante explicamos - suscitavam, com frequência, interpretações divergentes na doutrina, no momento da sua harmonização.

Nos termos do artigo 115.º do CºMVM, a subscrição de valores mobiliários podia ser pública ou particular e, por outro lado, directa ou indirecta. O artigo 124.º do CºMVM dispunha, ainda, que a colocação dos valores mobiliários poderia ser feita directamente pela entidade emittente ou através de intermediários financeiros autorizados.

A dialéctica entre a subscrição (directa e indirecta) e a colocação (directa e indirecta) dependia de qual a perspectiva de actuação dos vários intervenientes no processo de emissão de valores mobiliários, na medida em que a subscrição caracterizava o ponto de vista dos destinatários da oferta, enquanto a perspectiva da colocação era a do oferente<sup>15</sup>, com ou sem intervenção de intermediário financeiro.

### 2.2.1 Subscrição pública e particular

De acordo com o n.º 1 do artigo 116.º do CºMVM, existia subscrição pública de valores mobiliários quando a sua oferta fosse feita (i) a um número indeterminado de pessoas; (ii) a um

7- FERREIRA, Amadeu José - *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, AAFDL, 1997, pág. 265.

8- Para uma análise mais aprofundada da subscrição de valores mobiliários na vigência do CºMVM, v. BARROSO, Helena C. Tapp - *Subscrição de acções através de intermediários financeiros, o caso especial da tomada firme*, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídico-Comerciais apresentada na Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, dactilografada, 1994.

9- PIRES, José Maria - *Elucidário de Direito Bancário*, Coimbra, Coimbra Editora, 2002, pág. 831 e *Direito Bancário*, 2.º vol. [As operações bancárias], Editora Rei dos Livros, 1995, pág. 387.

10- VEGA PÉREZ, Félix - “Intervención Bancaria en la emisión y colocación de valores negociables”, *Instituciones del mercado financiero [Operaciones bancarias de gestión III]*, La Ley, 1999, pág. 1199 a 1231.

11- O autor refere-se à Ley del Mercado de Valores, Ley 24/1988, de 28 de julio.

12- No mesmo sentido, ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, Carmen - *El contrato de colocación bancario en el mercado de valores*, 2004, pág. 171. A autora afirma que “*el mercado primario, es concebido como aquel mercado privado de distribución en el que se produce la adquisición originaria de valores negociables en favor de los requirentes de nueva financiación mediante órdenes de suscripción*”.

13- Previstas na Secção II, nos artigos 115.º e seguintes.

14- Reguladas na Secção III, nos artigos 124.º e seguintes.

15- Iremos utilizar diversas vezes, ao longo do texto, o conceito de oferente. Com o intuito de evitar a confusão de conceitos, a qualidade de oferente ficará reservada à parte (pessoa física ou jurídica) que celebra o contrato de colocação com o intermediário financeiro, ou seja, quer à entidade emittente quer ao alienante. Assim será, mesmo no caso da tomada firme, em que a oferta ao público, propriamente dita, é, em rigor, feita pelo intermediário financeiro, donde poderia resultar a qualificação deste último, no caso particular da tomada firme, como sendo o oferente dos valores mobiliários.

número determinado de pessoas não previamente identificadas ou (iii) por qualquer forma de comercialização pública, encontrando-se este conceito clarificado no n.º 2 do mesmo artigo, pela indicação dos casos em que se verificava o preenchimento desse mesmo conceito<sup>16</sup>.

O n.º 3 da mesma norma acrescentava dois casos em que se considerava existir uma subscrição pública, sendo elencadas, no n.º 4, as exceções a este regime, identificando-se, assim, alguns casos de subscrição particular.

Concluía-se, da análise dos critérios estabelecidos no mencionado preceito, que a qualificação como pública de determinada subscrição poderia resultar quer da indeterminação dos destinatários quer do carácter público da comercialização dos valores mobiliários.

O artigo 117.º consagrava, por exclusão, a definição de subscrição particular ao considerar como tal toda a subscrição não qualificada como pública nos termos do artigo 116.º.

### 2.2.2 Subscrição (e colocação) directa e indirecta

A distinção entre subscrição directa e indirecta decorria do n.º 1 do artigo 118.º do CºMVM, nos seguintes termos:

*“[A] subscrição diz-se directa quando a oferta da emissão aos investidores a que se destina é feita directamente pela própria entidade emitente, com ou sem o apoio, ou a garantia total ou parcial de colocação, de intermediários autorizados; diz-se indirecta, quando a emissão é subscrita por um ou mais intermediários financeiros, com a obrigação de a oferecerem aos investidores a*

*que se destina, nos termos e condições estabelecidos em contrato para o efeito celebrado com a entidade emitente”* (sublinhado nosso).

Para perceber o critério de distinção destas duas formas de subscrição, torna-se necessária a referência às duas modalidades de colocação e a consequente análise do processo de emissão na perspectiva do emitente dos valores mobiliários.

Nesta medida, a lei determinava que a entidade emitente poderia fazer a colocação da emissão junto dos investidores, por si própria ou através de intermediários financeiros autorizados.

Esta segunda opção poderia, por sua vez, assumir várias modalidades, consoante o envolvimento do intermediário financeiro<sup>17</sup>. Este podia intervir de uma de três formas:

- a) Tomar firme a emissão, subscrevendo, primeiramente, os valores mobiliários que haveria depois de colocar no público;
- b) Garantir a colocação, adquirindo os valores mobiliários que não viessem, a final, a ser subscritos pelos investidores;
- c) Desenvolver os melhores esforços para a colocação da emissão, sem se comprometer a subscrever quaisquer valores mobiliários.

Da contraposição entre estas três formas de actuação do intermediário financeiro e as duas formas de subscrição de valores mobiliários anteriormente aludidas (subscrição directa e indirecta), conclui-se que existia subscrição indirecta pelos investidores quando a colocação dos valores mobiliários se processava de acordo com a alínea a), ou seja, quando os valores

16- Sendo um dos exemplos o da alínea a) em que se considerava haver subscrição pública quando a oferta de valores fosse feita “através de intermediários financeiros, para colocação junto do público”.

17- Neste sentido, PIRES, Florbela de Almeida - *Emissão de Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1999, pág. 35.

mobiliários a subscrever pelos investidores fossem previamente subscritos pelo intermediário financeiro encarregue da sua colocação.

No contexto da distinção entre a subscrição indirecta e a “*garantie de bonne fin*”, prevista pela legislação francesa, RAÚL VENTURA salientou que “*o carácter indirecto da subscrição resulta do facto da instituição de crédito ficar vinculada a vender as suas acções aos accionistas titulares do direito de preferência; se as instituições de crédito apenas garantem a subscrição das acções sobranes depois de exercido pelos respectivos titulares o direito de preferência, fica afastado todo o mecanismo da subscrição indirecta*”<sup>18</sup>.

No caso previsto na alínea b) trata-se de subscrição directa na medida em que a subscrição dos valores mobiliários pelo intermediário financeiro ocorria apenas *a posteriori*, pelo que, no momento da oferta, os investidores teriam a possibilidade de os subscrever directamente.

Acresce que, no caso previsto na alínea c), não se suscitavam quaisquer dúvidas quanto à sua qualificação como subscrição directa, na medida em que não sucedia, em altura alguma do processo, a subscrição dos valores mobiliários por parte do intermediário financeiro.

Concluindo, a subscrição directa ocorria quando a oferta da emissão aos investidores era feita directamente pelo emitente ou, havendo intervenção de um intermediário financeiro, esta se

limitava à mera colocação ou a uma colocação garantida.

Pelo contrário, a subscrição indirecta implicava um total envolvimento por parte do intermediário financeiro, que subscrevia previamente os valores mobiliários objecto de colocação, com vista a colocá-los, posteriormente, no mercado. A regulação da subscrição indirecta era feita com grande detalhe, reflectindo a preocupação do legislador em salvaguardar os direitos dos destinatários da oferta, nomeadamente os direitos de preferência dos accionistas<sup>19</sup>.

Conjugando as várias modalidades de subscrição e de colocação, deve notar-se que o CºMVM determinava a obrigatoriedade de colocação através de intermediário financeiro nas emissões com subscrição pública<sup>20</sup>.

Na vigência do CºMVM, o conceito de emissão era definido como “*o conjunto complexo e dinâmico de actos materiais e jurídicos destinados finalisticamente à criação de valores mobiliários e à sua introdução originária no mercado*”. O processo de emissão<sup>21</sup> de valores mobiliários, destinado à sua criação, abarcava as seguintes fases<sup>22</sup>:

- a) A fase de *criação* dos valores mobiliários em que ocorre a decisão ou deliberação de emissão por parte dos órgãos competentes da entidade emitente;
- b) A fase da exteriorização da oferta, através da *colocação* dos valores mobiliários. Esta é a fase que muitos autores

18- VENTURA, Raúl - *Alterações do Contrato de Sociedade*, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 1996, pág. 231.

19- Cfr. FLORBELA PIRES, *Emissão...*, 1999, pág. 37.

20- Cfr. n.º 2 do artigo 124.º do CºMVM.

21- Em Espanha, CARMEN ROJO considera a emissão como a principal operação do mercado primário. A este propósito, a autora escreve: “[principal] *operación de este mercado primario es la emisión de valores, al ser la actividad económica que produce los objetos que en él se distribuyen y suscriben, y por virtud de la cual, una persona jurídica con capacidad para emitir valores, denominada como emisor, en busca de financiación, apela al ahorro del público inversor, de naturaleza institucional, profesional o no experta, al que ofrece la adquisición originaria de un conjunto homogéneo de valores negociables creados conforme a su estatuto jurídico (...)*”, cfr. CARMEN ROJO, *El contrato de colocación...*, 2004, pág. 171.

22- Da mesma forma, em Espanha, “[la] *emisión de valores supone un complejo proceso que engloba la creación, ofrecimiento, aceptación y colocación de los valores negociables, con la finalidad de financiación del emisor*”, cfr. VEGA PÉREZ, *Intervención...*, 1999, pág. 1210.

consideram configurar uma proposta contratual<sup>23</sup> dirigida ao público, nas condições determinadas pelo oferente, realizada de acordo com uma das modalidades de colocação *supra* mencionadas;

- c) A fase de *subscrição* por parte dos destinatários (os investidores), que manifestam a sua aceitação da titularidade dos valores mobiliários objecto da oferta. No seguimento da tese que acima mencionámos, no que respeita à qualificação da colocação de valores mobiliários como tratando-se de uma proposta contratual, a fase de subscrição agora em análise constituiria a aceitação da proposta contratual efectuada pelo oferente (ou pelo intermediário financeiro, consoante o caso) aquando da colocação.

### 2.2.3 Tomada firme para subscrição indirecta

O enquadramento da tomada firme no contexto do processo de emissão atrás descrito e à luz da distinção entre mercado primário e secundário feita no C<sup>o</sup>MVM, permite-nos concluir que esta modalidade de emissão se distinguia das restantes pelo facto de a intervenção do intermediário financeiro no processo de emissão ocorrer numa fase anterior àquela em que tipicamente intervinha<sup>24</sup>.

A inversão da “ordem de chegada” do intermediário financeiro ao processo de emissão, no

caso da tomada firme (ou subscrição indirecta, consoante o critério utilizado seja o do modo de operação, ou o do resultado dessa actuação, respectivamente) reflectia as particularidades dessa intervenção, na medida em que o intermediário financeiro não se obrigava apenas a oferecer (ou colocar) os valores mobiliários, mas também (e antes disso) a subscrever, ele próprio, esses valores mobiliários.

Nestes termos, como vimos, a subscrição pelos investidores ocorria de forma indirecta, na medida em que os valores mobiliários objecto da oferta já haviam sido subscritos pelo intermediário financeiro que, posteriormente, os oferecia para que fossem adquiridos pelos investidores. Por esse motivo, alguns autores consideram não se tratar de uma verdadeira subscrição mas, antes, de uma aquisição derivada<sup>25</sup>.

A divergência quanto à natureza da aquisição pelos investidores como sendo uma aquisição originária (subscrição – a qual ocorria ao nível do mercado primário) ou derivada (compra – a qual se verificava ao nível do mercado secundário), estava directamente ligada à preocupação com o respeito pelo direito de preferência dos accionistas.

Esta preocupação justificava, inclusivamente, a regulação da subscrição indirecta ao nível do Código das Sociedades Comerciais<sup>26</sup>, com o intuito de garantir que, apesar de ocorrer uma subscrição inicial por um intermediário

23- No âmbito da divisão esquemática das várias fases do processo de emissão, esta é a posição expressada por FLORBELA PIRES, *Emissão...*, 1999, pág. 38 e ss. e por JOSÉ PIRES, *Direito Bancário...*, 1995, pág. 385 e ss.

24- Neste sentido, FLORBELA PIRES, escrevendo no último ano de vigência do C<sup>o</sup>MVM: “(...) o intermediário financeiro pode tomar firme a emissão o que significa que subscreve primeiramente os valores mobiliários, adiantando ao emitente o montante a realizar com a colocação, e só depois procede à colocação dos mesmos junto dos subscritores. É neste caso que se fala de subscrição indirecta designando a aquisição dos valores por parte dos destinatários da emissão”, Cft. FLORBELA PIRES, *Emissão...*, 1999, pág. 35.

25- No sentido de que não se trata de uma subscrição mas antes de uma compra, pelos investidores, dos valores mobiliários, v. GOMES, Fátima - “Subscrição Indirecta e Tomada Firme”, *Direito e Justiça*, vol. VIII, Tomo I, 1994, pág. 201 a 292 (245). Em sentido contrário, defendendo a tese que considera a subscrição indirecta por parte dos investidores como uma verdadeira subscrição, FLORBELA PIRES, *Emissão...*, 1999, pág. 36 e ss. A autora serve-se essencialmente de dois argumentos: por um lado, a inserção da tomada firme nas regras do mercado primário ou mercado de emissão e, por outro, a preocupação da lei em assegurar que a subscrição indirecta se faz nos mesmos moldes da subscrição directa.

26- Doravante CSC, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Setembro, com as alterações sucessivamente introduzidas.

financeiro, o exercício do direito de preferência fosse assegurado, não sendo posto em causa pelo facto de se considerar que os investidores (titulares do direito de preferência ou não) só indirectamente subscrevem (ou adquirem) os valores mobiliários objecto da oferta pública.

Na verdade, a lei procura assegurar que, na colocação de uma emissão através de tomada firme, o investidor se encontra exactamente na mesma posição que estaria se dessa colocação resultasse uma subscrição directa<sup>27</sup>.

Resta, por último, salientar que o C<sup>o</sup>MVM não previa o contrato de assistência, que passou a ser regulado, de forma autónoma, apenas com a entrada em vigor do CVM<sup>28</sup>. As actividades que hoje caracterizam a figura da assistência encontravam-se dispersas por várias normas do CVM, mas surgiam previstas, essencialmente, pelo conjunto de actividades a exercer pelo intermediário financeiro no âmbito do contrato de colocação.

Retomando o que dissemos acerca da inserção sistemática do instituto em análise, a tomada firme encontra-se prevista e regulada no artigo 339.º do CVM do Título VI, relativo ao regime geral da Intermediação e faz parte da secção relativa à assistência e colocação inserida nos contratos de intermediação, cuja regulação se

estende por todo o Capítulo II do Título VI do CVM.

Deste modo, a tomada firme será analisada na perspectiva quer das disposições relativas à intermediação, quer dos próprios contratos de intermediação e, em especial, nos termos das especificidades da assistência e colocação.

### 3. INTERMEDIACÃO OBRIGATÓRIA

A disciplina da assistência e colocação assenta no cruzamento do regime de intermediação com o das ofertas públicas<sup>29</sup>. O artigo 113.º estabelece o princípio de intermediação obrigatória no caso das ofertas públicas em que seja exigível um prospecto<sup>30</sup>. O enunciado legal prevê, assim, que, no que respeita às ofertas públicas de distribuição<sup>31</sup>, a intervenção do intermediário financeiro deve caracterizar-se pela prestação, pelo menos, dos serviços de assistência e colocação.

A lei impede, desta forma, que se estabeleça uma relação directa entre o oferente dos valores mobiliários (ou a entidade emitente) e os seus destinatários, salvo se o oferente for, ele próprio, um intermediário financeiro autorizado que assuma o exercício das funções de intermediário financeiro responsável pela assistência e colocação no contexto da oferta relevante, casos

27- FÁTIMA GOMES, *Subscrição Indirecta...*, 1994, pág. 245.

28- Cfr. artigo 337.º CVM.

29- LEITÃO, Luís M. T. de Menezes - "Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros", *Direito dos Valores Mobiliários*, vol II, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, pág. 129 a 156.

30- O artigo 134.º parte da regra geral de que "qualquer oferta pública relativa a valores mobiliários deve ser precedida de divulgação de um prospecto", prosseguindo, no seu n.º 2, com a enumeração da excepções a esse princípio. O regime aplicável ao prospecto está consagrado no essencial nas Secções II e V do Título III do CVM (Ofertas Públicas), remetendo-se, quando aplicável, para o Regulamento (CE) n.º 809/2004, da Comissão, de 29 de Abril, que se propôs complementar os princípios estabelecidos pela Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003, "no que se refere à informação a incluir nos prospectos, ao formato e aos aspectos da publicação, à informação a inserir mediante remissão num prospecto, bem como a divulgação dos anúncios publicitários" (Considerando 1 do (CE) n.º 809/2004, da Comissão, de 29 de Abril). A propósito das questões suscitadas nesta matéria, v. ALVES, António Manuel da Rocha - *Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro pelo Conteúdo do Prospecto de Oferta Pública de Subscrição*, Dissertação de Mestrado na área de Ciências Jurídicas, dactilografada, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, 2002 e PINA, Carlos Costa - *Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*, Coimbra, Coimbra Editora, 1999.

31- A lei é clara no que respeita ao âmbito de aplicação às ofertas públicas de distribuição em geral, ou seja, quer às ofertas públicas de subscrição (OPS) quer às ofertas públicas de venda (OPV). Esta conclusão retira-se não apenas do normativo que fixa o princípio de intermediação obrigatória, artigo 113.º, mas também da própria descrição do regime dos vários tipos de contratos de colocação (artigos 338.º a 340.º).

em que ocorre uma necessária coincidência entre as duas posições.

Uma das razões para a imposição legal da intervenção de um intermediário financeiro no âmbito das ofertas públicas<sup>32</sup> está também na base da distinção entre ofertas públicas<sup>33</sup> e particulares<sup>34</sup> e tem que ver com a (in) determinação e qualificação dos investidores, destinatários da oferta. Nesta medida, considera-se que, ao contrário das ofertas dirigidas a investidores qualificados - sempre havidas como ofertas particulares - as ofertas públicas são caracterizadas, essencialmente, pela indeterminação dos seus destinatários e pela exigência de uma maior complexidade do regime aplicável.

Porquanto, este tipo de operações exige a interferência de uma entidade com qualificação e experiência profissional<sup>35</sup>, capaz de corresponder ao elevado grau de responsabilidade necessário para cumprir com todas as exigências legais<sup>36</sup>. O efeito e apelo à poupança pública<sup>37</sup>

que caracteriza as ofertas públicas de distribuição e a procura de uma maior eficiência do mercado<sup>38</sup> são duas das razões que permitem fundamentar a obrigatoriedade de intermediação nas ofertas públicas.

O regime a aplicar no caso das ofertas públicas é mais complexo e exigente do que o conjunto de regras aplicáveis às ofertas particulares. A disciplina das ofertas públicas obedece a determinados princípios orientadores que vão desde a já referida intermediação obrigatória<sup>39</sup> até à igualdade de tratamento dos destinatários<sup>40</sup>, a sujeição a aprovação de prospecto pela CMVM<sup>41</sup> e o cumprimento das disposições relativas a informação e publicidade.

Diversamente, as “*emissões particulares não requerem tantos cuidados*” já que pelo “*número restrito ou a qualidade especial dos destinatários da oferta não suscitam preocupações que imponham o desenvolvimento da supervisão*”<sup>42,43</sup>.

32- A realização de oferta pública sem a intervenção do intermediário financeiro, quando esta seja obrigatória constitui contra-ordenação grave, nos termos do artigo 393.º, n.º 3, alínea a) do CVM.

33- Nos termos do artigo 109.º do CVM “[considera-se] pública a oferta relativa a valores mobiliários dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados (...) [e] também (...): a) a oferta dirigida à generalidade dos accionistas de sociedade aberta, ainda que o respectivo capital social esteja representado por acções nominativas; b) a oferta que, no todo ou em parte, seja precedida ou acompanhada de prospecção ou de recolha de intenções de investimento junto de destinatários indeterminados ou de promoção publicitária; c) a oferta dirigida a, pelo menos, 100 pessoas que sejam investidores não qualificados com residência ou estabelecimento em Portugal”. De notar que a indeterminação dos destinatários da oferta, critério nuclear da atribuição do carácter público ao conceito de oferta, não fica prejudicada pela circunstância de esta se realizar através de comunicações padronizadas, ainda que endereçadas a destinatários individualmente identificados, cfr. JOSÉ PIRES, *Elucidário...*, 2002, pág. 827.

34- O artigo 110.º do CVM dispõe que são “sempre havidas como particulares: a) As ofertas relativas a valores mobiliários dirigidas apenas a investidores qualificados; b) As ofertas de subscrição dirigidas por sociedades com o capital fechado ao investimento do público à generalidade dos seus accionistas, fora do caso previsto na alínea b) do n.º 3 do artigo anterior (...)”.

35- “Este contrato de colocación viene marcado por la necesaria presencia de una entidad habilitada. En efecto, la realización de la actividad de colocación de valores requiere de habilitación legal para ser llevada a cabo”, QUINTÁNS EIRAS, Maria Rocío – “Las Relaciones de Intermediación en la Colocación de Valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1999, pág. 197 a 246 (205).

36- GOMES, Fátima - “Contratos de Intermediação Financeira [sumário alargado]”, *Estudos dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio Brito de Almeida Costa*, Universidade Católica Editora, 2002, pág. 569.

37- PINA, Carlos Costa - *Instituições e Mercados Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2005, pág. 351.

38- MARTINS, José Pedro Fazenda - “Deveres dos intermediários financeiros, em especial, os deveres para com os clientes o mercado”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril de 2000, pág. 347.

39- Artigo 113.º CVM.

40- Artigo 112.º CVM.

41- Artigo 114.º e ss. do CVM.

42- PIRES, Florbela de Almeida, *Emissão...*, Lisboa, Lex, 1999, pág. 33.

43- No mesmo sentido, PAULO CÂMARA escreve que a “*contraposição entre emissões públicas e particulares constitui um ponto central do direito mobiliário: apenas as primeiras se consideram, em bom rigor, dentro do seu núcleo, sendo rodeadas de exigências informativas e administrativas mais apertadas em função do virtual maior distanciamento dos seus destinatários em relação à entidade emitente*”, cfr. CÂMARA, Paulo - “A Oferta de Valores Mobiliários realizada através da Internet”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 1, 1997, 13 a 51 (29).



Apesar das diferenças de regime entre as ofertas públicas e particulares, e do facto de a intermediação obrigatória ter o cunho do carácter público da oferta, também no âmbito das ofertas particulares podem ser celebrados contratos de assistência e colocação<sup>44</sup>.

Atento o escopo do presente estudo, cingiremos a nossa análise ao regime das ofertas públicas de distribuição de acções, deixando de fora quer a celebração de contratos de assistência e colocação em sede de ofertas particulares, quer a disciplina desta matéria no quadro das ofertas públicas de aquisição.

#### 4. DA ASSISTÊNCIA E COLOCAÇÃO - DISTINÇÃO

No elenco de actividades de intermediação previsto no Título VI do CVM, incluem-se os *serviços de investimento* e os *serviços auxiliares*, bem como as actividades de publicidade, de promoção e de prospecção das referidas actividades de intermediação<sup>45</sup>.

Neste contexto, a assistência e colocação são qualificadas, respectivamente, como *serviço auxiliar* e *serviço de investimento* em valores mobiliários<sup>46</sup>, realizados através da celebração de contratos de intermediação que ocorrem na fase preliminar ou inicial de uma oferta pública de distribuição.

O artigo 337.º do CVM determina que a assistência inclui a prestação dos serviços necessários à *preparação, lançamento e execução da oferta*, consistindo, “(...) nomeadamente, em *actividades de protecção dos legítimos interesses dos seus clientes no cumprimento dos deveres de informação*”<sup>47</sup>. Recai sobre o intermediário financeiro a obrigação de elaborar o prospecto e o anúncio de lançamento, preparar e apresentar o pedido de aprovação do prospecto à CMVM e proceder ao apuramento das declarações de aceitação (excepto no casos em que este apuramento deva ser feito em sessão especial de mercado regulamentado<sup>48</sup>).

A actuação do intermediário financeiro no âmbito de um determinado contrato de assistência inclui, ainda, o aconselhamento do cliente quanto aos termos da oferta, nomeadamente no que se refere ao calendário e ao preço (artigo 337.º, n.º3). A prestação deste serviço tem consequências ao nível da responsabilidade pelo prospecto, nos termos da alínea g) do n.º 1 do artigo 149.º<sup>49</sup>.

As actividades até agora mencionadas e que, actualmente, circunscrevem a actuação do intermediário financeiro no âmbito do contrato de assistência à oferta, eram actividades que estavam, em geral, incluídas na disciplina da colocação de valores mobiliários, uma vez que o serviço de assistência não vinha previsto,

44- De referir que, segundo RUI PINTO DUARTE, podemos daqui retirar que o elenco de contratos de intermediação previsto pelo CVM não é taxativo, não forma um *numerus clausus*, cfr. DUARTE, Rui Pinto - “Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril de 2000, pág. 373.

45- Desta forma, procura-se acautelar que a protecção dos investidores e do mercado se verifique logo em momento anterior ao da conclusão dos contratos de intermediação. Cfr. n.º 16 do preâmbulo do CVM.

46- O CVM determina, no seu artigo 290.º, n.º1, alínea d) que a “*colocação de valores mobiliários em ofertas públicas de distribuição constitui (...) um serviço de investimento em valores mobiliários*” e autonomiza a actividade de assistência, por sua vez qualificada como serviço auxiliar, no artigo 291.º alínea e), dos serviços de investimento em valores mobiliários (prevista e regulada pelo artigo 337.º). Também neste sentido, em Espanha: “(...) *se habilita a las empresas de servicios de inversión para prestar «servicios de inversión con carácter profesional a terceros» (art. 62), y entre estos servicios se menciona expresamente «la colocación de las emisiones y ofertas públicas de ventas»*”, QUINTÁNS EIRAS, *Las Relaciones...*, 1999, pág. 205.

47- JOSÉ PIRES, *Elucidário...*, 2002, pág. 829.

48- Artigos 337.º e 127.º, n.º1, b) do CVM.

49- Assim, CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2009, pág. 447.

autonomamente, no C<sup>o</sup>MVM.

Quanto à colocação de valores mobiliários, esta diz respeito à intervenção do intermediário financeiro para a distribuição, em sentido próprio, dos valores mobiliários objecto da oferta. O conceito de colocação pode ser analisado segundo duas perspectivas: (i) como forma de distribuição de valores mobiliários pelo público e (ii) como o resultado concreto da actividade de distribuição.

No primeiro caso, a colocação configura um serviço de investimento, a exercer exclusivamente por um intermediário financeiro, que compreende um conjunto de actividades de promoção da distribuição dos valores mobiliários, permitindo fazê-los chegar aos potenciais investidores e de recepção da sua adesão à oferta<sup>50</sup>.

A segunda perspectiva apresenta a colocação como sendo o resultado da subscrição dos valores mobiliários, a obtenção de declarações de aceitação por parte dos investidores a quem se destina a oferta, concretizando, assim, os objectivos a que se propôs a entidade emitente e as obrigações a cumprir pelo intermediário financeiro, ao abrigo das disposições do contrato a celebrar entre este e aquela<sup>51</sup>.

Na vigência do C<sup>o</sup>MVM, o conjunto de actividades a exercer pelo intermediário financeiro, nos termos do contrato de colocação, era distribuído em três grupos. O primeiro dizia respeito às “*obrigações relativas à preparação da emissão*”, o segundo referia-se às “*obrigações referentes à colocação propriamente dita*” e o ter-

ceiro compreendia as “*outras obrigações*”<sup>52</sup>.

A esta menção não é alheio o propósito de aproveitar o esquema referido para clarificar quais as actividades que, no âmbito do antigo C<sup>o</sup>MVM, caracterizavam o serviço de colocação, concluindo que, no actual CVM, se destacou uma parte dessa estrutura (o primeiro grupo, de um modo geral), agrupando as respectivas actividades num instituto autónomo denominado *assistência*, regulado, como se viu, no artigo 337.º do CVM. A autonomia que foi dada a esta figura é tal que a assistência, qualificada como serviço auxiliar, pode ser exercida por um intermediário financeiro distinto do intermediário financeiro responsável pela colocação<sup>53</sup>.

Conclui-se que, sendo qualificadas, respectivamente, como serviço de investimento e serviço auxiliar de serviços de investimento, a colocação e a assistência em oferta pública de distribuição de valores mobiliários são actividades de intermediação financeira, nos termos do n.º 1 do artigo 289.º do CVM, cujo exercício profissional cabe, exclusivamente, a intermediários financeiros autorizados.

#### 4.1 As modalidades de colocação de valores mobiliários

Concretizada uma primeira distinção entre assistência e colocação, afigura-se essencial proceder à distinção entre as várias modalidades de colocação<sup>54</sup>, empregando, como critério de distinção, o conteúdo da prestação do intermediário financeiro<sup>55</sup> e procurando identificar as

50- AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 324.

51- Neste sentido, HELENA BARROSO, *Subscrição...*, 1994, pág. 119 a 123.

52- AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 322 e ss.

53- “O contrato de colocação pode ser celebrado com intermediário financeiro diferente daquele que presta os serviços de assistência na oferta”, n.º 2 do artigo 338.º.

54- Na vigência do antigo C<sup>o</sup>MVM existiam apenas duas modalidades de colocação, a *colocação directa e indirecta*. Estas duas formas ou modos de colocação eram qualificadas como tipos de contratos de colocação, cfr. AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 321.

55- FÁTIMA GOMES, *Subscrição...*, 1994, pág. 226.

particularidades subjacentes ao seu regime.

Para este efeito será, por vezes, feita referência ao regime do antigo CºMVM e aos autores que, na sua vigência, se pronunciaram nestas matérias, uma vez que se encontram perspectivas díspares no que respeita à qualificação das várias formas de colocação.

#### 4.1.1 Colocação Simples

A colocação *stricto sensu* de valores mobiliários ou colocação simples está prevista e regulada no artigo 338.º do CVM que dispõe que, através do contrato de colocação, o intermediário financeiro se obriga a desenvolver os melhores esforços com vista à distribuição dos valores mobiliários objecto de oferta pública, incluindo a recepção das ordens de subscrição ou de aquisição (n.º 1).

Trata-se de uma obrigação de diligência, na qual o intermediário financeiro se limita a pôr os seus meios materiais e humanos à disposição da entidade oferente<sup>56</sup>. Os valores mobiliários são colocados sem que se assegure o resultado da oferta, ou seja, sem que advenha qualquer responsabilidade, para o intermediário financeiro, quanto ao eventual insucesso da operação, desde que este haja cumprido todos os deveres a que está vinculado. O risco da colocação não é assumido pelo intermediário financeiro, já que não há qualquer obrigação (de garantia) quanto à aquisição dos valores mobiliários não subscritos<sup>57</sup>.

Na vigência do CºMVM, afirmava-se o seguinte: “[o] *intermediário financeiro pode limitar-se*

*a preparar a operação e a publicitar a mesma junto dos seus clientes, não assumindo a obrigação de subscrever quaisquer valores, é o caso do chamado regime de melhores esforços*”<sup>58</sup>.

Em Espanha, a colocação (simples) é considerada “*una actividad donde su función no queda supeditada al hecho de que su realización tenga éxito por haberse realizado contratos de suscripción o compra de los valores emitidos y ofertados, sino al hecho de desarrollar el mandato de promover la colocación de forma diligente y profesional desde la búsqueda de contactos con los inversores*”<sup>59</sup>.

Já no direito francês, a colocação simples é qualificada como um dos “*méthodes de placement*”, definido da seguinte forma: “[p]our le placement des actions, les banques prêtent parfois simplement leurs guichets, en sollicitant leur clientèle, mais sans souscrire personnellement (placement pour compte)”.

Por último, de referir que, no ordenamento jurídico norte-americano, a colocação simples é denominada “*best efforts underwriting*”, tratando-se de uma das “*distribution techniques*”, através das quais os valores mobiliários são distribuídos.

LOSS e SELIGMAN<sup>60</sup> referem-se brevemente a esta modalidade, afirmando tratar-se de uma técnica através da qual as empresas “*customarily distribute their securities through firms that merely undertake to use their best efforts*”. Acrescentam que a sua utilização ocorre, de forma paradoxal, tanto no casos das

56- FÁTIMA GOMES, *Subscrição...*, 1994, pág. 224.

57- AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 322

58- FLORBELA PIRES, *Emissão...*, 1999, pág. 35.

59- CARMEN ROJO, *El contrato...*, 2004, pág. 191.

60- LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel - *Fundamentals of Securities Regulation*, 4<sup>th</sup> ed., New York, Aspen Law & Business, 2001, pág. 63 a 83.

empresas que não têm estabilidade ou capacidade financeira para recorrer às modalidades de colocação que assegurem o êxito da oferta (garantia de colocação ou tomada firme), como nos casos das empresas mais estáveis, que, por essa razão, conseguem distribuir os valores mobiliários sem terem de recorrer ao “*underwriting commitment*” conseguindo, assim, diminuir os custos da operação<sup>61</sup>.

#### 4.1.2 Garantia de colocação

Para além de desenvolver os melhores esforços com vista à colocação da emissão - obrigação comum a todas as modalidades de colocação - o intermediário financeiro pode, ainda, comprometer-se a subscrever uma dada percentagem (garantia parcial) ou a totalidade (garantia total) dos valores mobiliários que não tenham sido subscritos pelo público no decurso do período da oferta, assumindo, assim, uma dupla obrigação<sup>62</sup>.

A garantia de colocação encontra-se regulada no artigo 340.º do CVM:

*“No contrato de colocação o intermediário financeiro pode também obrigar-se a adquirir, no todo ou em parte, para si ou para outrem, os valores mobiliários que*

*não tenham sido subscritos ou adquiridos pelos destinatários da oferta.”*

No direito francês, esta modalidade é considerada como um dos (*supra* mencionados) “*méthodes de placement*” através do qual “*(...) le banques (...) garantissent le succès de l’émission dans un délai déterminé, et par conséquent, s’engagent à souscrire elles-mêmes les titres qui ne seront pas placés dans le public (placement garanti)*”<sup>63</sup>.

No direito espanhol, encontramos menção feita a esta modalidade no contexto da definição de entidades colocadoras, qualificam-se como tal as entidades que “*mediante «con compromiso de aseguramiento» (...) cuando hubiese un compromiso en cuanto al éxito de la colocación, al garantizar la prestadora de la función colocadora por sí que se efectuará la totalidad o parte de la suscripción o compra de los valores emitidos u ofertados mediante la adquisición por cuenta propia del sobrante de los valores o colocados entre el público (...)*”<sup>64</sup>.

Parte da doutrina espanhola e norte-americana considera a garantia de colocação como uma obrigação que vem, normalmente, clausula da no contrato de colocação<sup>65</sup>, não lhe

61- LOSS e SELIGMAN, *Fundamentals...*, 2001, pág. 74 e 75.

62- A segunda obrigação assumida pelo intermediário financeiro nesta modalidade de colocação é, por princípio, de objecto indeterminado, uma vez que no momento de celebração do contrato, não se sabe ainda qual a quantidade de valores mobiliários a subscrever ou adquirir, já que esta quantidade só é determinada no final do período previsto para a subscrição ou aquisição da oferta. Neste sentido, CARMEN ROJO, *El Contrato...*, 2004, pág. 295, escreve que “*(...) se denota que esta prestación aseguradora posee un carácter aleatorio en su realización, al quedar el cumplimiento de la obligación aseguradora dependiente de que los valores objeto de la emisión u O.P.Vs., no resultasen colocados entre el público inversor, y de tal forma, vinculada al devenir de un acontecimiento incierto*”.

63- RIPERT, G. e ROBLLOT, R. – *Traité de Droit Commercial*, Tome 2, 16.º ed., Paris, L.G.D.J., 2002, pág. 515.

64- CARMEN ROJO, *El Contrato...*, 2004, pág. 191.

65- Quanto ao direito norte-americano, “*some contracts provide an option to the dealer to underwrite the remainder once a prescribed level of sales is met (...)*”, LOSS e SELIGMAN, *Fundamentals...*, 2001, pág. 75. Já no que respeita ao direito espanhol salientamos o seguinte: “*(...) queda integrada en el contrato de colocación (...)*”, CARMEN ROJO, *El Contrato...*, 2004, pág. 294.

sendo atribuída autonomia contratual<sup>66</sup>. No entanto, no direito espanhol, esta autonomia verifica-se quando a garantia de colocação (“*aseguramiento*”) é assumida por uma entidade diferente da entidade responsável pela colocação dos valores mobiliários. Se não for este o caso, ou seja, se estas actividades forem levadas a cabo pela mesma entidade, a obrigação de aquisição dos valores mobiliários remanescentes fica integrada no contrato de colocação<sup>67</sup>.

Esta aquisição pelo intermediário financeiro só se verifica no final do período de distribuição e apenas quanto aos valores mobiliários remanescentes<sup>68</sup>.

O “*intermediário financeiro assume o risco de colocação da emissão, na parte em que assumiu a obrigação de a garantir*”<sup>69</sup>, podendo esta obrigação ser contraída pelo intermediário financeiro de forma total ou parcial, por referência aos valores mobiliários objecto da oferta relevante e individualmente ou em conjunto com outros intermediários financeiros<sup>70</sup>. Se obrigação abranger a totalidade dos valores

mobiliários remanescentes (garantia total), não será aplicável o regime da subscrição incompleta<sup>71</sup>.

Concentremo-nos, por momentos, no regime da subscrição incompleta de acções.

Este regime enquadra-se no âmbito do apuramento das subscrições ou aquisições efectuadas e ocorre quando se verifica que os investidores não adquiriram a totalidade das acções objecto da oferta. Por outras palavras, verifica-se a subscrição incompleta da oferta quando o número de declarações de aceitação dirigidas pelos investidores aos intermediários financeiros, responsáveis pela colocação, foi inferior à quantidade de acções oferecida<sup>72</sup>. Este regime encontra a sua sede legal no artigo 161.º do CVM e nos artigos 280.º e 457.º do CSC<sup>73</sup>.

Quanto ao CVM, a *distribuição incompleta*<sup>74</sup> vem regulada no artigo 161.º no contexto das ofertas públicas de distribuição<sup>75</sup>, estabelecendo que se “*a quantidade total dos valores mobiliários que são objecto das declarações de*

66- Seguindo esta tese, QUINTÁNS EIRAS, *Las Relaciones de...*, 1999, pág. 226: “(...) *aseguramientos que van unidos a contratos de colocación (...) es preciso aclarar que el llamado «aseguramiento» es un pacto que se integra en el contrato de colocación y no un tipo contractual distinto e independiente del mismo*”. Em sentido divergente, há quem considere existir um “*contrato de aseguramiento de OPVs y emisiones de valores*”, cfr. CACHÓN BLANCO, José Enrique – *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas de venta de valores*, Madrid, Dykinson, 1996, pág. 13 e 152.

Este autor considera “(...) *el aseguramiento de valores como relación jurídica independiente de la colocación (...)*”, seguindo, desta forma, em termos semelhantes aos que caracterizam o nosso sistema jurídico, no qual a garantia de colocação é, em geral, considerada um contrato autónomo, com características próprias, não obstante ser reconduzível a uma categoria (intermediação) e a um tipo (colocação). O autor acrescenta que “(...) *se pueden distinguir al menos dos modalidades de aseguramiento: el aseguramiento en firme y el aseguramiento de garantía (...)*”.

67- CARMEN ROJO, *El Contrato...*, 2004, pág. 294.

68- Ao contrário do que acontece com a tomada firme, que se distingue desta figura quer quanto ao objecto da obrigação quer quanto ao *timing* de actuação do intermediário financeiro.

69- AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 327.

70- O que ocorrerá em caso de ser celebrado um contrato de consórcio de colocação.

71- AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 327.

72- Por oposição à subscrição excedentária, que ocorre quando, do apuramento das subscrições ou aquisições, resulta um número superior à quantidade de acções oferecidas, cfr. AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 311 e ss.

73- O artigo 280.º CSC insere-se no âmbito da constituição de sociedades com apelo a subscrição pública e o artigo 457.º CSC disciplina a subscrição incompleta em aumentos de capital.

74- Conceito mais abrangente do que a noção de subscrição incompleta, uma vez que aquela consagra, em simultâneo, o regime da subscrição e da aquisição incompletas.

75- Mais concretamente nas “Disposições gerais” do Capítulo II (Ofertas públicas de distribuição) do Título III (Ofertas públicas).

*aceitação for inferior à quantidade dos que foram oferecidos, a oferta é eficaz em relação aos valores mobiliários efectivamente distribuídos, salvo se o contrário resultar de disposição legal ou dos termos da oferta*". Conclui-se, portanto, que o princípio consagrado neste diploma é o da eficácia da oferta, em caso de distribuição incompleta.

O CSC consagra, quanto às acções, uma regra supletiva que configura um regime especial em relação ao previsto no CVM, na medida em que, a *"ocorrer subscrição incompleta de acções, a emissão fica de princípio sem efeito, quer em constituição da sociedade por apelo à subscrição pública, quer em aumento de capital"*<sup>76</sup>. Vejamos, de perto, as características deste regime de acordo com as várias modalidades de ofertas públicas de distribuição.

Quanto à constituição da sociedade com apelo a subscrição pública<sup>77</sup>, o CSC estabelece que os promotores devem requerer o cancelamento do registo provisório e publicar um anúncio através do qual os subscritores sejam informados de que devem levantar as suas entradas. Esta regra só será afastada se o programa da oferta de acções à subscrição pública *"especificar que, no caso de subscrição incompleta, é facultado à assembleia constitutiva deliberar a constituição da sociedade, contanto que tenham sido subscritos pelo menos três quartos das acções destinadas ao público"*<sup>78</sup>.

Tratando-se de subscrição incompleta de um aumento de capital<sup>79</sup>, a deliberação da assembleia ou do conselho fica sem efeito, salvo se tiver sido previsto que, nesse caso, o aumento fica limitado às subscrições recolhidas. Ficando a deliberação sem efeito, o n.º 3 do artigo 457.º do CSC impõe que o órgão de administração, nos quinze dias seguintes ao encerramento da subscrição, avise os subscritores e restitua imediatamente as importâncias recebidas, nos mesmos termos da subscrição incompleta na constituição com apelo a subscrição pública<sup>80</sup>.

A finalidade da referência ao regime da subscrição ou distribuição incompleta prende-se com o facto de, como foi mencionado, o seu regime não ser aplicável quando o êxito da oferta dos valores mobiliários se encontra totalmente assegurado. Assim sendo, não há subscrição incompleta quando, apesar do número de declarações de aceitação dos investidores ser inferior à quantidade de acções oferecidas, tiver sido celebrado, entre o oferente e o intermediário financeiro, um contrato de garantia de colocação<sup>81</sup> ou um contrato de colocação com tomada firme.

Na verdade, a preocupação de minorar (na garantia de colocação parcial) ou até excluir (na garantia de colocação total e na tomada firme) o risco de uma distribuição incompleta, com as consequências legais acima descritas, constitui um dos fundamentos da celebração de contratos

76- CÂMARA, Paulo - "Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários", *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997, pág. 201 a 241 (215).

77- Artigo 280.º CSC.

78- Cfr. n.º 3 do artigo 280.º do CSC.

79- Artigo 457.º CSC.

80- No mesmo sentido, no direito norte-americano: *"best efforts underwritings may be on an «all or none» basis (...) if the full number of shares registered are not sold in the required time, all funds received from the purchasers are to be refunded"*, cfr. LOSS e SELIGMAN, *Fundamentals...*, 2001, pág. 75, nota 9.

81- Note-se que esta situação ocorre apenas nos casos em que a garantia de colocação é total, independentemente de a obrigação recair apenas num intermediário financeiro ou em vários intermediários financeiros, em consórcio.

de colocação nos quais o intermediário financeiro se compromete não apenas a desenvolver os melhores esforços mas também a assegurar a colocação, ele próprio, através da aquisição posterior (garantia de colocação) ou anterior (tomada firme) ao período de subscrição pelos investidores.

No entanto, a existência de um contrato de garantia de colocação não arreda, em definitivo, a hipótese de distribuição incompleta. Se a garantia for parcial, o número de valores mobiliários que o(s) intermediário(s) financeiro(s) se compromete(m) a subscrever poderá ser inferior ao total de valores mobiliários remanescentes, cobrindo somente uma parte deles, proporcionando apenas uma diminuição (e não uma exclusão total) do risco acima aludido. Nestes casos, se a intenção do oferente for diferente das regras supletivas, este deverá prever qual o regime aplicável à distribuição incompleta.

Regressando à caracterização da garantia de colocação, recorde-se o que dispõe o artigo 340.º do CVM nesta matéria: “[No] contrato de colocação o intermediário financeiro pode também obrigar-se a adquirir, no todo ou em parte, para si ou para outrem, os valores mobiliários que não tenham sido subscritos ou adquiridos pelos destinatários da oferta”.

Sintetizando o exposto, e decompondo o preceito aplicável, poderá decompor-se esta modalidade de colocação da seguinte forma:

...“o intermediário financeiro pode também obrigar-se a adquirir”: este excerto reflecte a dupla obrigação assumida na garantia de

colocação, adicionando à actividade característica da colocação (simples) a obrigação de aquisição dos valores mobiliários objecto da oferta;

...“no todo ou em parte”: mencionámos que a garantia pode ser parcial ou total, analisando as consequências da opção por uma ou outra situação no que respeita à diminuição ou exclusão do risco;

...“para si ou para outrem”: a referência feita a este propósito respeita à possibilidade de inserção no contrato de uma cláusula para pessoa a nomear;

...“os valores mobiliários que não tenham sido subscritos ou adquiridos pelos destinatários da oferta”: este ponto respeita à indeterminação do objecto do contrato de garantia de colocação que resulta da quantidade de valores mobiliários remanescentes.

#### 4.1.3 A tomada firme

A terceira modalidade de colocação de valores mobiliários<sup>82</sup> encontra-se, como vimos, prevista no artigo 339.º do CVM.

Tal como sucede no caso da colocação com garantia, também a tomada firme implica uma dupla actuação do intermediário financeiro, o qual adquire os valores mobiliários objecto da oferta e se obriga a oferecê-los aos investidores. No entanto, contrariamente ao que acontece na garantia de colocação, a aquisição pelo intermediário financeiro é, na tomada firme, prévia à fase de exteriorização da oferta, ocorrendo antes da colocação dos valores no público - e não no final do período da oferta.

82- A apresentação das três modalidades de colocação não respeita a ordem pela qual as mesmas aparecem reguladas no CVM (artigo 338.º colocação; artigo 339.º tomada firme; artigo 340.º garantia de colocação) já que segue o critério da “intensidade” das obrigações a que se vincula o intermediário financeiro, cujo grau mais elevado se identifica, precisamente, na tomada firme.

Escolhemos com cuidado a terminologia utilizada na descrição da tomada firme, pelo seguinte motivo: a actuação do intermediário financeiro no âmbito de um contrato de tomada firme é, geralmente, caracterizada pela doutrina como uma dupla vinculação, através da qual esse intermediário *se obriga*, em primeiro lugar, a adquirir<sup>83</sup> para si os valores mobiliários objecto da emissão ou venda e, em segundo lugar, a colocar junto do público esses valores por si subscritos.

Pela nossa parte, consideramos inexacta esta forma de caracterizar a actuação do intermediário financeiro, na medida em que este não assume duas obrigações mas apenas uma: a obrigação de colocação. A aquisição dos valores mobiliários, anterior à sua oferta ao público, não configura uma obrigação do intermediário financeiro mas antes um pressuposto ou um elemento próprio do contrato de tomada firme. Neste sentido, o n.º 1 do artigo 339.º estabelece que, através da celebração do contrato de colocação, o intermediário financeiro “*adquire os valores mobiliários*” e “*obriga-se a colocá-los*”, e não que esse intermediário se obriga quer a adquirir quer a colocar.

Note-se, porém, que esta posição não representa um mero preciosismo terminológico, tendo, pelo contrário, repercussões fundamentais, quer na qualificação jurídica do contrato em análise, quer nas consequências que daí advêm no que respeita à conformação dos direitos e deveres das partes e à sua constituição na esfera jurídica

dos respectivos titulares.

Na verdade, de acordo com a perspectiva e qualificação propostas, afigura-se imperativo concluir que o contrato de tomada firme é um contrato real quanto à constituição<sup>84</sup>, uma vez que a aquisição<sup>85</sup> efectiva, plena, ou seja, a transmissão da titularidade dos valores mobiliários para o intermediário financeiro, é elemento essencial para que o contrato seja validamente celebrado e produza efeitos<sup>86</sup>.

Ainda no contexto desta tónica descrição (por distinção) desta modalidade de colocação, importa notar quais as várias “denominações” que, ao longo das últimas décadas, foram atribuídas aos institutos que, actualmente, a lei designa como *colocação* (simples), *garantia de colocação* e *tomada firme*.

Recuando ao período de vigência do CºMVM, transcrevemos um excerto que exemplifica a correspondência das nomenclaturas utilizadas:

*“Ao proceder à emissão de títulos de dívida ou de acções, podem certas entidades não ter aptidão ou capacidade para a respectiva colocação junto do público a que se destina. Em tais circunstâncias, vai sendo habitual aquelas entidades socorrerem-se dos serviços do seu banco para uma das seguintes modalidades de prestação:*

- *simples venda através dos seus balcões, onde os títulos serão publicitados e vendidos, por um preço indicado pelo emitente e mediante pagamento de determinada taxa de colocação;*

83- PAULO CÂMARA considera tratar-se de uma “*obrigação de aquisição imediata*”, cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, 2009, pág. 445. Esta adjectivação, apesar de permanecer no seio da qualificação como obrigação, reflecte a preocupação com o facto de esta aquisição só fazer sentido no momento da celebração do contrato.

84- “*Contratos reais quanto à constituição são aqueles em que a tradição de uma coisa se insere no seu processo de formação*”, cfr. ALMEIDA, Carlos Ferreira de - *Contratos I*, 3ª ed., Coimbra, Almedina, 2005. O autor acrescenta que “*(...) a tradição consiste na entrega, ou colocação à disposição, por um dos contraentes, de uma coisa que é objecto do contrato, ou que a representa (...)*”. Sobre este assunto, v., ainda, CORDEIRO, António Menezes – *Tratado de Direito Civil Português*, Tomo I, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2000, pág. 313 a 316.

85- Aquisição essa que pode resultar da subscrição (aquisição originária) dos valores mobiliários, se no âmbito de uma OPS, ou da compra (aquisição derivada) dos mesmos, se ocorrer no contexto de uma OPV.

86- TELLES, Inocêncio Galvão – *Manual dos Contratos em Geral*, Coimbra, Coimbra Editora, pág. 464.



- *para venda, nos balcões, dos títulos de determinada emissão, a certo preço, com o compromisso de o banco comprar todos os títulos que o público não venha a adquirir;*
- *ou, ainda, para que o banco compre toda a emissão podendo, depois, proceder à revenda.*

*No primeiro caso, diz-se que o banco procede à colocação da emissão; no segundo caso, diz-se que o banco toma firme a emissão; no terceiro caso, diz-se que o banco procede à compra firme da emissão”<sup>87</sup>(sublinhados nossos).*

A partir da identificação destes conceitos, cujos traços gerais de conteúdo se mantêm, sem que exista correspondência nominativa, melhor se apreende o pensamento de FÁTIMA GOMES quando, igualmente na vigência do C<sup>o</sup>MVM, afirmava que a figura tradicionalmente qualificada como tomada firme tinha passado a ser a garantia de colocação, esclarecendo que esse facto levantava (como ainda levanta) a dificuldade de identificar a que realidade se referiam os autores e à necessidade de determinar se a tomada firme continuaria a ser uma garantia de êxito na colocação<sup>88</sup>.

Aquando da menção ao regime da distribuição incompleta, referimos o facto de a intervenção dos intermediários financeiros, na colocação de valores mobiliários, permitir minorar (na garantia parcial) ou excluir (no caso da garantia de colocação total e da tomada firme) o risco de subscrição incompleta. Daqui se retira que, quer a garantia de colocação, quer a tomada firme, são serviços de investimento que permitem

assegurar ao oferente o êxito da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Desta forma, a harmonização entre a disciplina actual destas figuras e o regime anteriormente aplicável deve ser feita atendendo ao conteúdo das prestações dos intervenientes nos contratos de colocação.

Depois de uma abordagem, em traços gerais, das várias modalidades de colocação de valores mobiliários e dos institutos que se cruzam com a figura central deste estudo, cumpre atender, ainda que sumariamente, a um dos mais relevantes elementos do contrato de tomada firme: os seus intervenientes.

## 5. INTERVENIENTES

O regime da intermediação obrigatória, previsto no artigo 113.º do CVM, determina que, nas ofertas públicas de distribuição, é obrigatória a intervenção de um intermediário financeiro que preste, pelo menos, os serviços de assistência e colocação.

As ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários<sup>89</sup>, pano de fundo da problemática em análise, formam uma categoria<sup>90</sup> que engloba as ofertas públicas de subscrição (“OPS”) e as ofertas públicas de venda (“OPV”), cujo critério de distinção respeita ao próprio objecto da oferta e está relacionado com a finalidade de apelo a uma decisão de investimento que caracteriza as ofertas públicas. Ora, esta decisão de investimento poderá ser uma decisão de subscrição ou uma decisão de compra.

87- MATIAS, Armindo Saraiva - *Direito Bancário*, Coimbra, Coimbra Editora, 1998, pág. 120 e 121.

88- FÁTIMA GOMES, *Subscrição...*, 1994, pág. 225 e ss.

89- Que estão reguladas no Capítulo II do Título II do CVM.

90- O C<sup>o</sup>MVM estabelecia a distinção entre ofertas públicas de subscrição e ofertas públicas de transacção reflectindo a distinção entre mercado primário (valores mobiliários a emitir) e mercado secundário (valores mobiliários emitidos). Neste sentido, PAULO CÂMARA, *Manual...*, 2009, pág. 575.

Concretizando, a OPS ocorre nos casos em que se apela a uma decisão de *subscrição* por parte dos investidores, uma vez que se trata de uma oferta pública que visa a distribuição de valores mobiliários (acções) *ainda não emitidos*<sup>91</sup>. Por outro lado, estaremos perante uma OPV quando a decisão de investimento por parte dos investidores seja uma decisão de *compra* (aquisição), determinada pelo facto de esta oferta ao público ter como objecto valores mobiliários (acções) *já emitidos, em circulação*.

Esta distinção reflecte-se, desde logo, na determinação do objecto do contrato, na medida em que, como já referimos, nas OPS's estão em causa valores mobiliários *a emitir*, enquanto nas OPV's estamos perante valores mobiliários *já emitidos*. Em segundo lugar, a distinção tem repercussões quanto aos intervenientes no contrato, uma vez que, a celebração do contrato de colocação com o intermediário financeiro poderá ser levada a cabo (i) pelos promotores, nas OPS's para constituição da sociedade, (ii) pelo emitente, nas OPS's para aumento de capital ou (iii) pelo alienante nas OPV's.

### 5.1 O Intermediário Financeiro

Feito o enquadramento da assistência e colocação a partir do relato das disposições do CVM nesta matéria, concluímos que a colocação de valores mobiliários em ofertas públicas de distribuição, onde se insere a tomada firme, é qualificada, pela alínea d) do n.º 1 do artigo 290.º, como um serviço de investimento em valores

mobiliários, enquanto a alínea e) do artigo 291.º define a assistência em ofertas públicas de valores mobiliários como serviço auxiliar dos serviços de investimento. Nos termos das alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo 289.º, estes serviços inserem-se nas actividades de intermediação financeira que, de acordo com o n.º 2 do mesmo preceito, só podem ser exercidas, a título profissional, por intermediários financeiros<sup>92</sup>.

Assim sendo, a tomada firme é um serviço de investimento em valores mobiliários que deve ser exercido, a título profissional, exclusivamente por intermediários financeiros. A prestação deste serviço de investimento insere-se no âmbito de uma actividade de intermediação, prosseguida através de um contrato de intermediação<sup>93</sup>.

Em Espanha, releva o conceito de *entidades colocadoras* aplicável aos “*intermediários financieros (...) que llevan a cabo una función de intermediación consistente en «colocar» en el mercado emisiones u OPVs y que por este motivo reciben el calificativo de entidades colocadoras*”<sup>94</sup>. Esta é uma noção com carácter funcional que se refere ao papel que determinados sujeitos de direito adoptam ou assumem numa relação negocial em concreto, denominada contrato de colocação de emissões (OPS's) ou de OPV's<sup>95</sup>.

Neste contexto, afirma-se ainda que a complexidade desta actividade e o facto de serem os intermediários financeiros a assumir os riscos

91- Pode recorrer-se a uma OPS no âmbito da constituição de uma sociedade, nos termos dos artigos 168.º do CVM e 279.º a 283.º do CSC e nos casos em que a subscrição de valores mobiliários nos casos em que foi deliberado um aumento de capital na modalidade de novas entradas, previsto e regulado nos artigos 85.º e seguintes e 456.º e seguintes do CSC

92- Este princípio comporta as excepções previstas pelo n.º 3 do mesmo artigo. Acrescente-se, ainda, que o artigo 294.º prevê que os consultores autónomos que actuam numa base individual e profissional, apesar de não serem considerados intermediários financeiros, estão sujeitos ao seu regime.

93- A própria designação do contrato sugere que uma das partes seja um intermediário financeiro, cfr. FÁTIMA GOMES, *Contratos...*, 2002, pág. 570.

94- QUNTÁNS EIRAS, *Las Relaciones...*, 1999, pág. 200.

95- A autora diz-nos, ainda, que “*una de las principales funciones de los intermediarios financieros de los mercados de valores es la de mediar en la colocación de emisiones u OPVs*”, cfr. QUNTÁNS EIRAS, *Las Relaciones...*, 1999, pág. 204.

económicos destas operações implica que “*sólo a determinada clase de entidades puedan desarrollarla profesionalmente, con el agravante de que ese grupo de entidades suele, en la práctica, quedar polarizado en torno a un tipo muy concreto: las entidades de crédito*”<sup>96</sup>.

### 5.1.1 Vantagens da intervenção de um intermediário financeiro

Uma das vantagens da intervenção dos intermediários financeiros nas operações sobre as quais nos debruçamos resulta do facto de os investidores poderem beneficiar dos deveres de conduta que são impostos aos intermediários financeiros no exercício das actividades de intermediação<sup>97</sup>.

As normas que disciplinam a actuação dos intermediários financeiros no âmbito das actividades de intermediação encontram-se dispersas por todo o Título VI (*Intermediação*), mas previstas em especial na Secção III do Capítulo I (*Disposições gerais*), relativa à *organização e exercício* das actividades de intermediação.

O artigo 304.º determina que os intermediários financeiros devem proteger os legítimos interesses dos clientes e a eficiência do mercado, actuando de acordo com os ditames da boa-fé (diligência, lealdade e transparência) e com a informação que devem recolher acerca da situação financeira e dos conhecimentos e objectivos de investimento do seu cliente, devendo ainda guardar segredo profissional, elemento essencial da confiança dos investidores<sup>98</sup>.

A concretização destes princípios decorre da enunciação dos deveres que recaem sobre os

intermediários financeiros. Neste sentido, encontramos (i) deveres relativos à organização interna, como o de adopção de políticas e sistemas para reagir a eventuais incumprimentos e para a gestão de riscos, (ii) deveres respeitantes à salvaguarda dos bens de clientes, como a segregação patrimonial entre os bens do intermediário financeiro e os bens do cliente ou a actuação de acordo com as regras previstas para o registo, depósito e movimentação dos seus bens ou das suas contas, (iii) deveres de registo e conservação de documentos, (iv) deveres de defesa do mercado e, entre muitos outros, (v) deveres de informação quer perante os clientes, individualmente considerados, quer diante dos mercados, em geral.

Ademais, as vantagens decorrentes do recurso aos contratos de intermediação devem-se, ainda, ao facto de as sociedades anónimas estarem, muitas vezes, concentradas em determinados pontos do país, privadas da disseminação geográfica necessária ao sucesso da operação de colocação dos seus valores mobiliários. Tal disseminação é, deste modo, assegurada ou facilitada pelo facto de os intermediários financeiros possuírem uma rede de balcões dispersos geograficamente, o que permite um contacto mais próximo e eficaz com os investidores.

Neste sentido, no contexto dos mercados em Espanha: “*El emisor no cuenta con una preparación técnica ni organización comercial – establecimientos con suficiente diseminación geográfica – para la colocación de los valores que emite entre los presuntos o hipotéticos inversores. Como los emisores no cuentan con los canales de acceso al mercado, se ven en la necesidad de servirse de los intermediarios*

96- Cfr. nota anterior, pág. 200 e 201.

97- HELENA BARROSO, *Subscrição...*, 1994, pág. 133.

98- FÁTIMA GOMES, *Contratos...*, 2002, pág. 573.

*financieros, que les prestan este servicio a través de unos instrumentos sumamente variables.*”<sup>99</sup>.

As vantagens resultantes do recurso aos intermediários financeiros podem ser mais ou menos extensas consoante a modalidade desta intervenção e os compromissos assumidos pelos intermediários financeiros perante a entidade emitente. A opção pela colocação com tomada firme configura a modalidade mais intensa e que melhor assegura a concretização dos objetivos do oferente.

Na vigência do CºMVM, podia ler-se o seguinte:

*“A subscrição indirecta visa cumprir duas finalidades essenciais: a facilidade na dispersão dos valores emitidos e o encaixe financeiro imediato. Com efeito, para além da genérica função financiadora, a subscrição indirecta pretende alcançar uma distribuição difusa de valores mobiliários, o que, para o caso particular das acções, adquire manifesta importância como requisito de admissão à cotação destes valores mobiliários”*<sup>100</sup>.

O pagamento integral e imediato, pelo intermediário financeiro ao oferente, do preço de subscrição das acções objecto da oferta é, na verdade, a grande vantagem e o fundamento essencial para a opção pela modalidade de colocação que é a tomada firme. Salvaguarda, desde logo, quer a constituição da sociedade, quer o aumento de capital, quer o êxito da venda das acções que os promotores, o emitente ou o oferente, respectivamente, pretendem ver distribuídas.

### 5.1.2 Consórcio para assistência ou colocação

Os serviços de assistência e colocação podem ser prestados por mais do que um intermediário financeiro sendo, para o efeito, celebrado um contrato de consórcio<sup>101</sup>. Nos termos do artigo 341.º do CVM, este contrato deve ter o acordo do oferente e indicar, expressamente, (i) o chefe do consórcio, (ii) a quantidade de valores mobiliários a colocar por cada intermediário financeiro e (iii) as regras por que se regem as relações entre os membros.

No que respeita ao chefe do consórcio, o n.º 2 do artigo 341.º determina ser este o responsável pela organização da constituição e estrutura do consórcio e pela representação dos seus membros perante o oferente.

No CºMVM, o artigo 127.º previa o seguinte: *“Havendo lugar à constituição de consórcio nos termos do artigo precedente, competirá ao intermediário ou intermediários financeiros incumbidos da respectiva liderança: a) Promover a formação e estruturação do consórcio; b) Representar os consorciados perante a entidade emitente e a CMVM e coordenar a actividade de todos os membros do consórcio na colocação da emissão; c) Prestar todos os serviços e cumprir todas as obrigações que se prevêem no n.º 3 do artigo 125.º”*.

Algumas das actividades que podiam ser levadas a cabo pelo chefe do consórcio eram, por exemplo, estudos de mercado, estudos financeiros, admissão à cotação, definição do preço dos

99- VEGA PÉREZ, *Intervención...*, 1999, pág. 1218.

100- PAULO CÂMARA, *Emissão...*, 1997, pág. 219. Em Espanha, QUINTÁNS EIRAS, *Las relaciones...*, 1999, pág. 225: *“el emisor u oferente consigue desplazar los riesgos inherentes a la colocación a las entidades intermediarias, logrando simultáneamente una inmediata disponibilidad de los fondos (...)”*.

101- *“The underwriting syndicate is formally created by a contract among its members, usually called the ‘agreement among underwriters’, by which they agree to be represented in their negotiations with the issuer either by the managing or lead underwriter or by one, two or three of their members, whom is currently the style to call the ‘representatives of the underwriters’. The agreement among underwriters typically grants the managing underwriter broad authority over the offering process”*. Cfr. LOSS e SELIGMAN, *Fundamentals...*, 2001, pág. 69.

valores, estudo do público-alvo e determinação do calendário da emissão<sup>102</sup>. Essas actividades enquadram-se, actualmente, de uma maneira geral, no serviço de assistência, que, por sua vez, continua a ser prestado pelo chefe de consórcio.

## 5.2 Os destinatários da oferta: accionistas e outros investidores

Cabe aos intermediários financeiros recolher informação necessária acerca dos seus clientes, de forma a proceder à categorização dos investidores<sup>103</sup>. O regime fixado no CVM, resultado da transposição da DMIF, veio reconhecer a categorização dos investidores de acordo com três classificações possíveis: *investidor não qualificado*, *investidor qualificado* e *contraparte elegível*.

A protecção concedida aos investidores, essencialmente ao nível dos deveres de informação, decresce em função destas categorias, na medida em que implica uma maior protecção para os investidores não qualificados, e uma protecção mínima das contrapartes elegíveis<sup>104</sup>.

Atento o exposto, é permitido ao intermediário financeiro *augmentar* o nível de protecção de um determinado investidor (tratamento como investidor não qualificado ao invés do tratamento que lhe caberia de investidor qualificado), não podendo, no entanto, acontecer o contrário, ou seja, uma *diminuição* do grau de protecção<sup>105</sup>.

O CVM permite, no entanto, que os próprios investidores, mediante a verificação de determi-

nados requisitos e obtido o acordo do intermediário financeiro, optem por uma qualificação distinta daquela que lhe seria aplicável em função dos seus conhecimentos e competências. Neste caso, é possível que o resultado dessa opção seja quer menor quer maior protecção<sup>106</sup>.

A análise da situação dos destinatários da oferta como intervenientes no contrato de colocação com tomada firme levanta a questão essencial dos direitos de preferência<sup>107</sup>. O artigo 339.º do CVM, relativo à tomada firme, prevê como uma das obrigações do intermediário financeiro o respeito pelos direitos de preferência na subscrição ou na aquisição. O mesmo princípio aparece regulado no artigo 461.º do CSC, não de modo expresso, mas antes por remissão para as disposições que o antecedem.

A referência a este preceito tem como finalidade proceder a um paralelismo entre a forma como é regulada a tomada firme no CSC e no CVM.

No CVM recorria-se, indistintamente, aos conceitos de tomada firme e de subscrição indirecta. Apesar de ter sido suprimida do CVM, a noção de subscrição indirecta continua presente no CSC, que mantém esta expressão como epígrafe do artigo 461.º, relativo à subscrição de novas acções em aumentos de capital.

A disparidade entre o CVM e o CSC é apenas terminológica, não material, na medida em que se mantém a coerência entre as respectivas disposições. Deste modo, consideramos oportuna a menção e a breve análise da regulação da

102- Cfr. AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 295.

103- A propósito desta questão, v. ROCHA, Rafaela – “Categorização de Investidores no Âmbito da Intermediação Financeira, Apontamentos sobre o Novo Regime”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, 2007, pág. 97 a 106.

104- Neste sentido, BORGES, Sofia Leite e OLIVEIRA, Catarina Gonçalves de - “A Transposição em Portugal da DMIF e da Directiva da Transparência”, *Actualidad Jurídica Uriá Menéndez*, n.º 19, 2008, pág. 35.

105- De salientar que a violação do dever de respeito das regras sobre categorização de investidores por parte das entidades autorizadas a exercer actividades de intermediação financeira constitui contra-ordenação grave, de acordo com o artigo 397.º, n.º 4, alínea h) do CVM.

106- Preâmbulo do Decreto-Lei n 357-A/2007, de 31 de Outubro.

subscrição indirecta no CSC.

O CSC estabelece que o órgão que aprove o aumento de capital pode também deliberar que as novas acções sejam subscritas por uma instituição financeira, a qual assumirá a obrigação de as oferecer aos accionistas ou a terceiros, nas condições estabelecidas entre a sociedade e a instituição e respeitando os artigos precedentes<sup>108</sup>.

A parte final do n.º 1 deste preceito impõe o respeito pelas disposições relativas ao direito de preferência, o que espelha a finalidade essencial da regulação desta figura no CSC que é a de preservar o respeito pelo direito de preferência dos accionistas, apesar de juridicamente alterado<sup>109</sup>, ou seja, esclarece que, apesar de a subscrição não ser feita directamente pelos accionistas à entidade emitente, não pode, ainda assim, haver supressão dos seus direitos de preferência, devendo o seu exercício ser garantido<sup>110</sup>.

Na verdade, esta norma prevê um exercício indirecto do direito de preferência<sup>111</sup>, que tem como principal objectivo salvaguardar a aquisição das novas acções pelos accionistas. A subscrição indirecta é, inclusivamente, encarada

como uma “transmutação” desse direito<sup>112</sup>, uma vez que este deixa de ser um direito que atribui a prioridade relativamente a terceiros na subscrição, para passar a ser um direito, relativamente a terceiros, na compra ao intermediário financeiro das acções por este subscritas. Esta norma visa acautelar uma alternativa para alcançar o resultado, pretendido pelos accionistas, de aquisição das novas acções, possibilitando não já um direito na *subscrição* mas antes um direito na *aquisição* dessas novas acções<sup>113</sup>.

Deve procurar consolidar-se esta disposição do CSC com o que prevê o CVM sobre esta temática, nomeadamente, no n.º 3 do artigo 339.º que estabelece uma distinção entre os *direitos de preferência de subscrição* e os *direitos de preferência na aquisição*.

Com esta distinção serve o legislador o intuito de demonstrar a preocupação pelo respeito por estes direitos, em ambos os tipos de ofertas públicas de distribuição (nas OPS's e nas OPV's), demonstrando que este respeito deverá estar acautelado como obrigação do intermediário financeiro, quer nas situações em que esses direitos de preferência resultam da própria participação social, quer quando os mesmos resultam de convenção nesse sentido.

107- A propósito desta matéria, v. ALBUQUERQUE, Pedro de – *Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e nas Sociedades por Quotas*, Coimbra, Almedina, 1993 e VASCONCELOS, Maria João S. Pestana de – “Do Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas”, *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais*, vol. III, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pág. 503 a 558.

108- Artigo 461.º n.ºs 1 e 2. Para o efeito de dar cumprimento a esta obrigação, o intermediário financeiro deverá seguir o disposto nos artigos 458.º e seguintes do CSC.

109- VENTURA, Raúl – “Adaptação do direito português à 2ª Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades”, *Separata do Boletim do Ministério da Justiça*, n.º 3, Lisboa, Documentação e Direito Comparado, 1980, pág. 94.

110- RAÚL VENTURA, *Alterações...*, 1996, pág. 232.

111- RAÚL VENTURA, *Adaptação...*, 1980, pág. 93.

112- Tese defendida por RAÚL VENTURA, *Alterações...*, 1996, pág. 238, em oposição à doutrina que considera tratar-se de um caso de uma limitação ou supressão do direito de preferência, nos termos do artigo 460.º do CSC. “A este propósito, cumpre salientar que a Segunda Directiva Comunitária sobre direito das sociedades declara, expressamente, no art. 29.º, n.º 7, não haver exclusão do direito de preferência quando as acções forem subscritas por instituições financeiras com o fim de serem oferecidas aos sócios”, cfr. MARIA JOÃO VASCONCELOS, *Do Direito...*, 2007, pág. 550. No mesmo contexto, RAÚL VENTURA afirma que o artigo 29.º n.º 7 da 2ª Directiva “(...) tem a manifesta intenção de esclarecer que esse exercício indirecto não deve ser tomado como uma exclusão do direito de preferência (...)”, cfr. RAÚL VENTURA, *Adaptação...*, 1980, pág. 93.

113- Neste sentido, SOARES, Maria Ângela C. Bento – “Aumento do Capital”, *Problemas do Direito das Sociedades*, Coimbra, IDET/Almedina, 2002, pág. 253 e RAÚL VENTURA, *Alterações...*, 1996, pág. 238. “O negócio que, em cumprimento dessa obrigação, venha a ser celebrado entre o Banco e cada um dos antigos accionistas da sociedade é uma venda de acções, nomeadamente não é uma subscrição de acções por esses accionistas”, cfr. RAÚL VENTURA, *Adaptação...*, 1980, pág. 94.

## 6. CLASSIFICAÇÃO E QUALIFICAÇÃO JURÍDICA DA TOMADA FIRME

Chegados a este ponto, cumpre tomar posição quanto ao enquadramento do contrato de tomada firme nas questões essenciais até agora enunciadas e, em particular, nas modalidades de colocação. Com este propósito, recorreremos às operações de classificação e qualificação<sup>114</sup> de contratos.

A celebração de contratos de intermediação (entre os quais, a tomada firme) visa o desempenho de uma actividade de intermediação<sup>115</sup>. Atendendo ao elemento subjectivo<sup>116</sup> dos contratos de intermediação, o n.º 2 do artigo 289.º consagra que “*só os intermediários financeiros podem exercer, a título profissional, actividades de intermediação financeira*”.

Ora, atentas as características dos denominados contratos pessoais, podemos qualificar os contratos de intermediação como contratos próprios, na medida em que, a qualidade de um dos intervenientes no contrato (que deve ser um intermediário financeiro autorizado) é um requisito para a celebração do mesmo, requisito esse que visa assegurar um elevado nível de qualidade e o correspondente grau de diligência

na prestação do serviço de investimento<sup>117</sup>.

Apesar de serem diversas as propostas da doutrina quanto à qualificação dos contratos de intermediação, importante será, destacando as que consideramos essenciais, consolidar os princípios que lhes subjazem.

Uma das soluções propostas pela doutrina é a da qualificação dos contratos de intermediação como categoria jurídica<sup>118</sup>, que permite compreender a perspectiva dos contratos de intermediação como “*instrumentos jurídicos privilegiados do exercício profissional autorizado das actividades de intermediação financeira (...)* elemento estruturante do regime jurídico destes contratos”<sup>119</sup>. A constituição dos contratos de intermediação como categoria<sup>120</sup> determina a agregação de várias figuras jurídicas que nela coexistem e que são dotadas de uma tipicidade própria<sup>121</sup>.

Outra das perspectivas que consideramos importante salientar, analisa as características dos contratos de intermediação pela sua recondução ao mesmo macrotipo<sup>122</sup> da prestação de serviços. A qualificação destes contratos pela recondução à prestação de serviços era já solução da doutrina na vigência do CºMVM, ao incluir no

114- Definidas, respectivamente, da seguinte forma: “*classificação de contratos consiste no agrupamento em classes de conjuntos de contratos que tenham em comum um elemento ou mais, escolhido(s) como critério*” e “*qualificação de um determinado contrato consiste na verificação da sua pertença a uma determinada classe de contratos (tipo, subtipo, categoria)*”, cfr. ALMEIDA, Carlos Ferreira de - *Contratos II*, Coimbra, Almedina, 2007, pág. 25. O autor acrescenta, de seguida, que as “*duas operações relacionam-se mas diferenciam-se: a classificação organiza genericamente as classes contratuais; a qualificação incide sobre contratos em concreto, celebrados ou em vias de celebração, pressupondo os resultados de anteriores classificações*”.

115- “*(...) a disciplina dos contratos de intermediação só se compreende quando analisada em conjunto com o regime das actividades de intermediação financeira, na medida em que o contrato será algo que subjaz à actividade em causa (...)*”, cfr. FÁTIMA GOMES, *Contratos...*, 2002, pág. 571.

116- Cfr. PINTO DUARTE, *Contratos...*, 2000, pág. 358 e ss.

117- Aplicamos ao contrato em análise o exposto por FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II*, 2007, pág. 34 a 36. Um dos exemplos de contratos próprios oferecido pelo autor é o contrato celebrado pelo intermediário financeiro nos contratos sobre valores mobiliários.

118- Solução proposta por ALMEIDA, João Queirós – “*Contratos de Intermediação Financeira enquanto Categoria Jurídica*”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 24, 2006, pág. 291 a 303.

119- Cfr. QUEIRÓS ALMEIDA, *Contratos...*, 2006, pág. 294 e 295.

120- As categorias são “*mais amplas do que o tipo, formadas por contratos dotados de uma categoria comum*”, cfr., FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos I*, 2005, pág. 40.

121- QUEIRÓS DE ALMEIDA, *Contratos...*, 2006, pág. 293.

122- PINTO DUARTE, *Contratos...*, 2000, pág. 355.

âmbito das actividades de intermediação “a prestação de serviços relacionados com ofertas públicas de subscrição e de transacção (...) embora a colocação possa envolver também uma operação de conta própria (certamente na tomada firme, eventualmente na colocação com garantia (...))”<sup>123</sup>.

As soluções aqui reproduzidas aproximam-se da posição do legislador, vertida nos números 17 e 18 do Preâmbulo do CVM, onde qualifica os contratos de intermediação como um “importante grupo dos contratos de mandato e de outros contratos de prestação de serviços”.

Será necessário, no caso concreto, distinguir as especificidades do contrato de colocação com tomada firme, na medida em que, apesar de se verificar, de facto, a presença de elementos da prestação de serviços, esta modalidade da colocação combina este elemento com elementos de outros negócios jurídicos.

### 6.1 Tipo e subtipo contratual

Define-se tipo contratual como sendo o resultado das “combinações repetidas com frequência na prática negocial”<sup>124</sup>, com relevância social, que são ou não reconhecidas e descritas por lei. Perante a relevância social dessas combinações, a lei pode atribuir-lhes um nome e um regime

jurídico (tipo legal ou jurídico) ou ignorar a frequência dessas mesmas combinações (tipo meramente social<sup>125</sup>).

No seguimento da definição de tipo contratual aqui apresentada e servindo-nos do que foi sendo desenvolvido ao longo do presente estudo, pode dizer-se que o contrato de tomada firme configura um tipo legal nominado<sup>126</sup>, previsto e regulado no artigo 339.º do CVM.

Acresce que, partindo da inserção sistemática deste instituto, concluímos ser a tomada firme uma das modalidades de colocação de valores mobiliários. O legislador foi claro ao procurar preservar a herança do antigo CºMVM, assentando a regulação desta figura, no actual CVM, numa secção cuja epígrafe é “Assistência e colocação”, servindo-se do artigo 339.º, sistematicamente inserido entre a norma relativa à colocação simples (artigo 338.º) e a norma que regula a garantia de colocação (artigo 340.º), ambas figuras unanimemente consideradas como modalidades de colocação.

A posição defendida acompanha grande parte da doutrina que afirma que “[o] serviço de colocação pode, em termos típicos, assumir uma de três modalidades: (i) colocação com prévia tomada firme; (ii) colocação garantida; e (iii) simples colocação”<sup>127</sup> e que refere

123- ALMEIDA, Carlos Ferreira de – “As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997, pág. 291 a 309 (293). Em sentido concordante, AMADEU FERREIRA descrevia os contratos de colocação da seguinte forma: “São contratos de colocação os celebrados entre um (ou vários) intermediário financeiro e uma entidade emitente, em que aquele se obriga a colocar uma determinada emissão de valores mobiliários contra o pagamento de um preço. Estamos, pois, perante um contrato de prestação de serviço”, cfr. AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 321.

124- Cfr. FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II*, 2007, pág. 21.

125- Desenvolvendo a noção de tipo social, v. BRITO, Maria Helena - *O Contrato de Concessão Comercial*, Coimbra, Almedina, 1990, pág. 163 e ss: “o tipo jurídico reflecte o fim económico do tipo social”, cfr. pág. 67. A autora acrescenta que “[como] consequência da admissibilidade da tipicidade social, só poderá falar-se de contratos atípicos em relação a contratos absolutamente novos, que não correspondam, nem aos tipos legais, nem a qualquer dos tipos sociais aceites em determinada ordem jurídica. Contratos atípicos são aqueles que, não sendo realizados de forma reiterada e não tendendo a ser novas figuras contratuais com carácter permanente e geral, se apresentam de forma isolada e esporádica, e em relação aos quais não existe uma disciplina legal e social concreta; são contratos que, pela sua estrutura nova e original, não podem ser reconduzidos nem aos tipos legais nem aos tipos sociais”, cfr. HELENA BRITO, *O Contrato...*, 1990, pág. 169 e 179.

126- A propósito do conceito de contrato nominado, v. *inter alia*, GALVÃO TELLES, *Manual...*, 2002, pág. 467 e ss.

127- Cfr. CARLOS COSTA PINA, *Instituições...*, 2005, pág. 352



expressamente ser a tomada firme um “*tipo de contrato de colocação em que o intermediário financeiro assume uma obrigação de resultado*”<sup>128</sup>.

Os argumentos que até aqui apresentámos baseiam-se, fundamentalmente, no elemento literal e sistemático da regulação deste contrato. Mas a conclusão por uma resposta afirmativa à questão de saber se a tomada firme é ou não uma das formas de colocação de valores mobiliários cruza com a qualificação da própria colocação e com a necessidade de destrinça dos vários elementos integrantes da tomada firme.

A denominada colocação simples ou colocação *stricto sensu* caracteriza-se, essencialmente, pela obrigação assumida pelo intermediário financeiro de desenvolver os melhores esforços com vista à distribuição dos valores mobiliários objecto da oferta<sup>129</sup>. Ora, esta obrigação de diligência não é exclusiva da colocação simples, antes se verifica, igualmente, quer na garantia de colocação quer na tomada firme. Nestes dois últimos, são acrescentadas “*prestações que figuram como um plus em relação ao dever de melhores esforços na distribuição*”<sup>130</sup>.

Articulando este pressuposto com a noção de tipo contratual, definida como “*o conjunto de contratos compostos pela mesma combinação de elementos necessários*”<sup>131</sup>, podemos extrair a conclusão de que a colocação (simples) representa não uma modalidade de colocação mas antes, ela própria, um tipo contratual.

Os contratos de garantia de colocação e de tomada firme, por sua vez, conformam subtipos do contrato de colocação que, sem prejuízo da presença necessária dos elementos caracterizadores da colocação, acrescentam prestações típicas de outros negócios jurídicos, que se cumulam com as obrigações inerentes da colocação<sup>132</sup>.

A recondução da tomada firme como subtipo processa-se, como referimos, através do aditamento de características ao tipo. Resta saber que características são essas e como podem qualificar-se.

Consideramos que o aditamento característico da tomada firme deve distinguir-se consoante se trate de uma OPS ou de uma OPV. No primeiro caso, à obrigação de colocação soma-se a subscrição pelo intermediário financeiro das acções a distribuir; por outro lado, no caso das OPV's, acrescenta-se à colocação a aquisição das acções objecto da oferta.

Estas conclusões levam-nos a equacionar a qualificação do contrato de tomada firme como um contrato misto, uma vez que implicam a combinação ou associação de elementos da colocação com elementos da subscrição ou da compra e venda, consoante o caso.

O n.º 1 do artigo 405.º do Código Civil, no âmbito do princípio da liberdade contratual, dispõe que as partes possam “*reunir no mesmo contrato regras de dois ou mais negócios, total ou*

128- JOSÉ MARIA PIRES, *Elucidário...*, 2002, pág. 828. V., ainda, AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 332: “*Devemos ter, antes de mais, presente que se trata de uma das espécies de contratos de colocação, inserindo-se, pois, dentro da prestação de serviços por um intermediário financeiro à entidade emitente*”.

129- Artigo 338.º n.º1 do CVM.

130- PAULO CÂMARA, *Manual...*, 2009, pág. 444.

131- Cfr. FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II*, 2007, pág. 23.

132- Desta forma, concordamos apenas parcialmente com PINTO DUARTE, uma vez que o autor afirma que apenas a garantia de colocação é considerada um subtipo da colocação, deixando a tomada firme fora desta qualificação, cfr. PINTO DUARTE, *Contratos...*, pág. 356.

*parcialmente regulados na lei*”. A generalidade da doutrina retira do aludido enunciado legal, a legitimação dos contratos mistos. Estes tanto podem designar “*tipos derivados da combinação entre outros tipos (...) como contratos atípicos em que se reconhecem combinações entre contratos típicos*”<sup>133</sup>.

Concretizando: a subscrição ou a compra e venda são elementos que se acrescentam aos elementos característicos da colocação e que têm carácter instrumental deste tipo, na medida em que, a realização das finalidades subjacentes à oferta pública de distribuição através da obrigação de colocação depende, no caso da tomada firme, do facto de ter ocorrido a *traditio* dos valores mobiliários para a esfera jurídica do intermediário financeiro<sup>134</sup>. Assim sendo, podemos confirmar a ausência de autonomia de qualquer um dos negócios jurídicos (e respectivas prestações) que incorporam o contrato de tomada firme, concluindo pelo carácter misto do contrato.

Quanto à natureza jurídica da tomada firme, pronunciaram-se várias vozes em diferentes sentidos. As principais posições da doutrina no que respeita ao contrato de tomada firme propõem a qualificação como contrato a favor de terceiro, negócio de interposição real (mandato para alienar) e negócio fiduciário<sup>135</sup>.

Deste modo, destacamos os autores que consideram tratar-se de um negócio fiduciário<sup>136</sup>. Quanto a esta explicação da natureza da tomada firme, devemos dizer que, apesar de concordarmos com RAÚL VENTURA quando afirma que “[como] *negócio fiduciário, explica-se a ligação entre o efeito real do negócio – aquisição pelo Banco do direito sobre as acções – e o efeito obrigacional do mesmo – obrigação pelo Banco de dar um certo destino às acções que adquiriu*”<sup>137</sup>, consideramos desnecessário recorrer a tal instituto, que encontra grandes resistências no nosso sistema jurídico<sup>138</sup>, para encontrar o regime aplicável ao contrato de tomada firme e explicar, de uma forma compreensível, a sua natureza jurídica.

Na nossa opinião, o contrato de colocação com tomada firme combina as características do negócio jurídico de subscrição<sup>139</sup> (tratando-se de uma OPS) ou do contrato de compra e venda (se ocorrer no âmbito de uma OPV) com os elementos que formam o tipo contratual *colocação de valores mobiliários* e que se caracteriza, essencialmente, por uma obrigação de melhores esforços.

Este tipo contratual, destacado dos contratos de intermediação, abarca características do regime aplicável à classe dos contratos de prestação de serviços, na medida em que a prossecução desta

133- Cfr. FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II*, 2007, pág. 22. No mesmo sentido, v. GALVÃO TELLES, *Maual...*, 2002, pág. 469, que considera que “*há convenções mistas típicas, porque têm expressa consagração legal, e outras atípicas, porque não a possuem*”. Sabemos já que a tomada firme se inclui nas primeiras. Em sentido contrário, PINTO DUARTE: “[os] *contratos mistos devem, pois, ser considerados como contratos atípicos (...)*”, cfr. DUARTE, Rui Pinto – *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, Coleção Teses, Almedina, 2000, pág. 49.

134- Este elemento característico é o fundamento que nos leva a concluir que se trata de um contrato real quanto à constituição.

135- As várias soluções de qualificação mencionadas são desenvolvidas com algum pormenor em HELENA BARROSO, *Subscrição...*, 1994, pág. 233 e ss.

136- Defendendo esta teoria, PEDRO DE ALBUQUERQUE, *Direito de Preferência...*, 1993, pág. 367 e ss.

137- RAÚL VENTURA, *Adaptação...*, 1980, pág. 94.

138- Apesar de existirem propostas da doutrina para a sua implementação no direito português, como é o caso de TOMÉ, Maria João Vaz e CAMPOS, Diogo Leite de – *A Propriedade Fiduciária (Trust), Estudo Para a Sua Consagração no Direito Português*, Coimbra, Almedina, 1999.

139- A referência à subscrição usando uma fórmula tão ampla quanto a noção de negócio jurídico tem o propósito explícito de não tomar posição quanto à controvérsia doutrinária que a caracteriza, quer porque consideramos que esta opção não afecta a qualificação do contrato de tomada firme, uma vez que, como defendemos, esta é apenas uma parte do mesmo (e aditamento ao tipo contratual), quer porque essa análise, que tem tanto de interesse como de profundidade, implicaria a ultrapassagem das fronteiras a que estamos restritos. A este propósito v. HELENA BARROSO, *Subscrição...*, 1994, pág. 93 e ss.

actividade de intermediação configura a prestação de um serviço de investimento em valores mobiliários.

Esta “miscelânea” de elementos de vários tipos, categorias, classes, (ou, simplesmente, ocorrências negociais), denominada de contrato misto, é temperada pelo elemento subjectivo, essencial nestes contratos, que é a exigência de legitimidade do interveniente, elemento esse que determina que seja concedido, aos intermediários financeiros autorizados, o monopólio do exercício profissional destas actividades.

Por último, faremos uma breve referência à relação jurídica que se estabelece entre o intermediário financeiro e os investidores, no âmbito da colocação dos valores, que assume algumas particularidades quando se trate de um aumento de capital. Essas particularidades resultam do facto de parte (ou a totalidade) dos adquirentes poderem ser os accionistas da sociedade, com direito de preferência na aquisição das acções em causa, que justifica a previsão expressa na lei de uma das obrigações impostas ao intermediário financeiro, aquando da celebração do contrato<sup>140</sup>.

Neste contexto, a qualificação jurídica do contrato não suscita questões de maior, no sentido em que a relação entre o intermediário financeiro e os investidores não será distinta de uma relação normal entre vendedor e comprador de participações sociais (sendo o intermediário financeiro o seu titular). Contudo, será interessante considerarmos a existência de três níveis negociais: num primeiro nível, temos a relação que se estabelece entre o intermediário finan-

ceiro e a entidade emitente, cuja base é o contrato de colocação (prestação de serviços) com tomada firme (subscrição ou compra); num segundo nível, encontra-se a relação entre a entidade emitente e os accionistas, sustentada pelo contrato de sociedade e, como terceiro nível, a relação que se estabelece entre o intermediário financeiro e os investidores (contrato de compra e venda).

## 7. CONCLUSÃO

A evolução legislativa da regulação do contrato de colocação com tomada firme, apesar de ter mantido o núcleo essencial do instituto, reflectiu também as tendências legislativas das últimas décadas.

Se, em 1991, a “*desconfiança sistemática*” do Código Sapateiro imprimiu uma grande preocupação com o detalhe na regulação dos institutos, o intuito do CVM era, essencialmente, o de simplificar e flexibilizar o sistema, reflectindo a confiança na sua coerência e na capacidade de adaptação à constante mutação dos mercados. O regime actual da tomada firme espelha esses princípios deixando, porém, de fora a resposta expressa para algumas questões com interferência na prática negocial.

Atento o escopo do presente texto, muitas foram as questões deixadas à margem no que concerne ao contrato da tomada firme e aos institutos a este conexos. Procurámos, ainda assim, abarcar os mais relevantes aspectos da figura em apreço, com o intuito de assim contribuir para o seu estudo, ainda que nas condições necessariamente sumárias, que nesta sede se pretendiam<sup>141</sup>.

140- Prevista pelo n.º 3 do artigo 339.º.

141- Para um estudo mais aprofundado do contrato de colocação com tomada firme, remetemos para o nosso *Contrato de Colocação com Tomada Firme*, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídicas Empresariais na Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, dactilografada, Lisboa, 2010, base do presente texto.

## BIBLIOGRAFIA

AAVV - *Código do Mercado de Valores Mobiliários e Legislação Complementar (Anotado e Comentado)*, Associação da Bolsa de Derivados do Porto, Porto, 1996.

ALBUQUERQUE, Pedro de – *Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e nas Sociedades por Quotas*, Coimbra, Almedina, 1993.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de – “As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997, pág. 291 a 309.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de - *Contratos I*, 3.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina, 2005.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de - *Contratos II*, Coimbra, Almedina, 2007.

ALMEIDA, José Queirós de - *Contratos de Intermediação Financeira Enquanto Categoria Jurídica, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 24, 2006, pág. 291 a 303.

ALVES, António Manuel da Rocha – *Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro pelo Conteúdo do Prospecto de Oferta Pública de Subscrição*, Dissertação de Mestrado na área de Ciências Jurídicas, dactilografada, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, 2002.

BARROSO, Helena C. Tapp - *Subscrição de acções através de Intermediários financeiros, o caso especial da tomada firme*, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídico-Comerciais, Lisboa, 1994.

BORGES, Sofia Leite e OLIVEIRA, Catarina Gonçalves de - “A Transposição em Portugal da DMIF e da Directiva da Transparência”, *Actualidad Jurídica Uriá Menéndez*, n.º 19, 2008, pág. 25 a 40.

BRITO, Maria Helena - *O Contrato de Concessão Comercial*, Coimbra, Almedina, 1990.

CACHON BLANCO, José Henrique – *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas de venta de valores*, Madrid, Dykinson, 1996.

CÂMARA, Paulo - “A Oferta de Valores Mobiliários realizada através da Internet”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 1, 1997, pág. 13 a 51.

CÂMARA, Paulo - “Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pág. 201 a 241.

CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2009.

CORDEIRO, António Menezes – *Tratado de Direito Civil Português*, Tomo I, 2.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Livraria Almedina, 2000.

DUARTE, Rui Pinto - “Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril de 2000, pág. 352 a 372.

DUARTE, Rui Pinto – *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, Colecção Teses, Almedina, 2000.

FERREIRA, Amadeu José - *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, AAFDL, 1997.

## BIBLIOGRAFIA

FERREIRA, Amadeu José – *Valores Mobiliários Escriturais, Um Novo Modo de Representação e Circulação de Direitos*, Coimbra, Almedina, 1997.

GOMES, Fátima - “Contratos de Intermediação Financeira (Sumário Alargado)”, *Estudos dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio Brito de Almeida Costa*, Universidade Católica Editora, 2002, pág. 565 a 599.

GOMES, Fátima, “Subscrição Indirecta e Tomada Firme”, *Direito e Justiça*, vol. VIII, Tomo I, 1994, pág. 201 a 292.

LEITÃO, Luís M. T. de Menezes - “Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, pág. 129 a 156.

LEITÃO, Luís M. T. de Menezes – *Direito das Obrigações*, vol., I, 5.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina, 2006.

LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel - *Fundamentals of Securities Regulation*, 4<sup>th</sup> ed., New York, Aspen Law & Business, 2001, pág. 63 a 83.

MARTINS, José Pedro Fazenda - “Deveres dos Intermediários Financeiros, em especial, os Deveres para com os Clientes o Mercado”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, 2000, pág. 330 a 349.

MATIAS, Armindo Saraiva - *Direito Bancário*, Coimbra, Coimbra Editora, 1998.

PINA, Carlos Costa - *Instituições e Mercados Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2005.

PINA, Carlos Costa - *Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*, Coimbra, Coimbra Editora, 1999

PIRES, Florbela de Almeida - *Emissão de Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1999.

PIRES, José Maria - *Direito Bancário*, 2.º vol., [As operações bancárias], Editora Rei dos Livros, 1995.

PIRES, José Maria - *Elucidário de Direito Bancário*, Coimbra, Coimbra Editora, 2002.

QUINTÁNS EIRAS, Maria Rocío – “Las Relaciones de Intermediación en la Colocación de Valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1999, pág. 197 a 246.

RIPERT, G. e ROBLOT, R. – *Traité de Droit Commercial*, Tome 2, 16.º ed., Paris, L.G.D.J., 2002.

ROCHA, Rafaela – “Categorização de Investidores no Âmbito da Intermediação Financeira, Apontamentos sobre o Novo Regime”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º27, 2007, pág. 97 a 106.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, Carmen – *El Contrato de Colocación Bancario en el Mercado de Valores*, Granada, 2004.

SOARES, Maria Ângela C. Bento – “Aumento do Capital”, *Problemas do Direito das Sociedades*, Coimbra, IDET/Almedina, 2002, pág. 227 a 255.

## BIBLIOGRAFIA

TELLES, Inocêncio Galvão – *Manual dos Contratos em Geral*, Coimbra, Coimbra Editora, 2002.

TOMÉ, Maria João Vaz e CAMPOS, Diogo Leite de – *A Propriedade Fiduciária (Trust), Estudo Para a Sua Consagração no Direito Português*, Coimbra, Almedina, 1999.

VARELA, João de Matos Antunes – *Das Obrigações em Geral*, vol. I, 10.<sup>a</sup> ed., reimpressão, Coimbra, Almedina, 2005.

VASCONCELOS, Maria João S. Pestana de – “Do Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas”, *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais*, Vol. III, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pág. 503 a 558.

VEGA PÉREZ, Félix – “Intervención Bancaria en la emisión y colocación de valores negociables”, *Instituciones del mercado financiero. Operaciones bancarias de gestión III*, La Ley, 1999, pág. 1199 a 1231.

VENTURA, Raúl – “Adaptação do direito português à 2.<sup>a</sup> Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades”, *Separata do Boletim do Ministério da Justiça*, n.º 3, Lisboa, Documentação e Direito Comparado, 1980.

VENTURA, Raúl - *Alterações do Contrato de Sociedade*, 2.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina, 1996.

VENTURA, Raúl – *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, reimpressão, Coimbra, Almedina, 2003.